



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Özel Hukuk Anabilim Dalı

**SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA İÇERİDEN ÖĞRENEN
KAVRAMI**

Batuhan YOĞURTOĞLU

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2025

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI

Batuhan YOĞURTOĞLU

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Özel Hukuk Anabilim Dalı

Yüksek Lisans

Ankara, 2025

KABUL VE ONAY

Batuhan YOĞURTOĞLU tarafından hazırlanan "Sermaye Piyasası Hukukunda İçeriden Öğrenen Kavramı" başlıklı bu çalışma, 17.09.2025 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Aslı E. Gürbüz USLUEL (Başkan)

Doç.Dr. Sibel HACİMAHMUTOĞLU (Danışman)

Doç. Dr. Murat GÜREL (Üye)

Bu tez çalışmasında Sayın (Unvanı, Adı ve Soyadı) Ortak Danışman olarak görev almıştır.

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. Uğur ÖMÜRGÖNÜLŞEN

Enstitü Müdürü

YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin/raporumun tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kağıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinlerin yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

Yükseköğretim Kurulu tarafından yayınlanan **“Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge”** kapsamında tezim aşağıda belirtilen koşullar haricince YÖK Ulusal Tez Merkezi / H.Ü. Kütüphaneleri Açık Erişim Sisteminde erişime açılır.

- Enstitü / Fakülte yönetim kurulu kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren 2 yıl ertelenmiştir. ⁽¹⁾
- Enstitü / Fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren ... ay ertelenmiştir. ⁽²⁾
- Tezimle ilgili gizlilik kararı verilmiştir. ⁽³⁾

...../...../.....

[İmza]

Batuhan YOĞURTOĞLU

¹“Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge”

- (1) Madde 6. 1. Lisansüstü teze ile ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.
- (2) Madde 6. 2. Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.
- (3) Madde 7. 1. Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, tezin yapıldığı kurum tarafından verilir *. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, ilgili kurum ve kuruluşun önerisi ile enstitü veya fakültenin uygun görüşü üzerine üniversite yönetim kurulu tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir. Madde 7.2. Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir

* Tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu tarafından karar verilir.

ETİK BEYAN

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, yararlandığım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında zgn olduğunu, **Doç.Dr. Sibel Hacımahmutoğlu** danışmanlığında tarafımdan üretildiğini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığını beyan ederim.

Batuhan YOĞURTOĞLU

Bu çalışmayı, hayat yolculuğumda en büyük destekçim olan, sevgisi, sabrı ve anlayışıyla bana her zaman g veren, bu sürecin en zorlu anlarında yanımda durarak bana motivasyon sağlayan canım eşime; koşulsuz sevgileri ve emekleriyle her daim yanımda olan kıymetli anneme ve babama; duruşu ve fedakrlığı bana ilham kaynağı olan sevgili abime ithaf ediyorum.

ÖZET

YOĞURTOĞLU, Batuhan. *Sermaye Piyasası Hukukunda İçeriden Öğrenen Kavramı*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, [2025].

Sanayi Devrimi ve II. Dünya Savaşı sonrasında sermaye birikiminin artması, bireylerin sermaye piyasalarına yönelmesine yol açmıştır. Sermaye piyasalarında fiyatlar bilgiye dayanarak oluştuğundan, bilgi eşitliği piyasa güvenliği açısından kritik bir unsur haline gelmiştir. Bilgi asimetrisinin önlenmesi amacıyla, içeriden öğrenenlerin ticareti gibi bilgi suistimalleri hukuki yaptırımlarla cezalandırılmaya başlanmıştır. Bu kapsamda ilk düzenlemeler, 1929 Büyük Buhranı sonrasında Amerika Birleşik Devletleri'nde yapılmış; bunu Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği düzenlemeleri takip etmiştir. Türkiye ise Avrupa Birliği hukukuna uyum süreci çerçevesinde, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile gelişmiş bir sermaye piyasası mevzuatına ve içeriden öğrenenlerin ticareti düzenlemesine kavuşmuştur.

İçeriden öğrenen kavramı, görev, konum, mesleki ilişki veya diğer yollarla içsel bilgiye erişimi bulunan bireyleri ifade etmektedir. Bu kavrama ilişkin olarak, Amerika Birleşik Devletleri'nde hâlen güven ve sadakat ilişkisi aranırken, Avrupa Birliği ve Türkiye'de bilgi temelli yaklaşım benimsenmiştir. Bu kapsamda Türk hukukunda, SPK içeriğinde içeriden öğrenen kişilere dair düzenlemeler ve içeriden öğrenen olmanın sonuçları çeşitli başlıklar altında düzenlenmiştir. Bu süreç Türkiye'nin liberal ekonomik politikalara geçmesi ile başlamış ve günümüzde AB düzenlemeleri ile paralellik sağlanmıştır. Bu çalışmada, içeriden öğrenen kavramının farklı ülkelerdeki tanımları ve bu tanımların gelişim süreçleri incelenmiştir.

Anahtar Sözcükler

İçeriden Öğrenen, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti, Bilgi Suistimali

ABSTRACT

YOGURTOGLU, Batuhan. *The Concept of Insider in Capital Market Law*, Master's Thesis, Ankara, [2025].

Following the Industrial Revolution and the Second World War, the increase in capital accumulation led individuals to turn towards capital markets. Since prices in capital markets are formed based on information, equality of information has become a critical element for market security. To prevent information asymmetry, abuses of information such as insider trading began to be sanctioned with legal penalties. The first regulations in this regard were introduced in the United States after the Great Depression of 1929, followed by similar regulations in the United Kingdom and the European Union. Turkey, within the framework of its harmonization process with European Union law, adopted advanced capital market legislation, including insider trading regulations, with the enactment of Capital Markets Law No. 6362.

The concept of "insider" refers to individuals who have access to inside information through their position, duty, professional relationship, or other means. In this respect, while the United States still requires a relationship of trust and loyalty, the European Union and Turkey have adopted an information-based approach. Within Turkish law, the Capital Markets Board (CMB) regulates provisions regarding insiders and the consequences of being an insider under various headings. This process began with Turkey's transition to liberal economic policies and has now achieved parallelism with EU regulations. This study examines the definitions of the concept of insider across different jurisdictions and the development processes of these definitions.

Keywords

Insider, Insider Trading, Tippee-Tipper

KABUL VE ONAY	iv
YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI.....	v
ETİK BEYAN.....	iii
.....	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT.....	vi
KISALTMALAR DİZİNİ.....	xi
GİRİŞ.....	1
1. BÖLÜM GENEL OLARAK SERMAYE PİYASALARI, İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ VE İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI	4
1.1. genel olarak sermaye piyasaları	4
1.1.1. Sermaye Piyasalarının Tanımı ve İşlevleri.....	6
1.1.2. Sermaye Piyasası Hukuku	7
1.2. İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ KAVRAMI.....	10
1.2.1. İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Düzenlenme Sebepleri.....	10
1.2.1.1. Piyasa Güvenliği ve Bilgi Asimetrisi	10
1.2.1.2. Piyasa Etkinliği Üzerine Etkileri.....	11
1.2.1.3. Şirket Zararı	15
1.2.1.4. Şeffaflık ve Güven İlkelerinin Önemi.....	16
1.2.1.4.1. Kamuyu Aydınlatma İlkesi.....	17
1.2.2. Tanım ve Gelişimi	20
1.2.3. Türk Hukukunda Gelişim Süreci ve Yaptırımları	25
1.2.3.1. Yaptırımları.....	27
2. BÖLÜM İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI	29
2.1. Genel Olarak İçeriden Öğrenen Kavramı.....	29
2.2. İÇERİDEN ÖĞRENEN kavramının UNSURLARI	31
2.2.1. İçsel Bilgi.....	32

2.2.1.1. Belirlilik	33
2.2.1.2. Kamuya Açıklanmamış Olma	35
2.2.1.3. İhraççılara ve Sermaye Piyasası Araçlarının İlişkin Olma	37
2.2.1.4. Yatırımcı Kararını Etkileme ve Fiyata Etkili Olma	38
2.2.2. İçsel Bilgi Sahibi Kişi	41
2.2.2.1. Birincil ve İkincil İçeriden Öğrenen Ayrımı	42
2.2.2.1.1. Birincil İçeriden Öğrenenler (Doğrudan)	42
2.2.2.1.2. İkincil İçeriden Öğrenen (Dolaylı)	44
2.2.2.1.3. Tipper- Tippee (İçsel Bilgiyi Veren-İçsel Bilgiyi Alan)	45
2.3. İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMINA DAİR YAKLAŞIMLAR	47
2.3.1. Kişi Temelli Yaklaşım	47
2.3.2. Bilgi Temelli Yaklaşım	48
3. BÖLÜM ABD- AB VE BİRLEŞİK KRALLIK HUKUKUNDA İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI	50
3.1. ABD'DE İÇERİDEN ÖĞRENEN TANIMI VE GELİŞİMİ	51
3.1.1. Tanımı ve Doğuşu	51
3.1.1.1. Chiarella Kararı ve Sonrası	57
3.1.1.1.1. Chiarella Kararı	57
3.1.1.1.2. Rule 14e-3	61
3.1.1.1.3. O'Hagan Davası	62
3.1.1.2. Sarbanes-Oxley Act (SOX Act) ve Sonrası	65
3.1.1.3. Newswire Sonrası ve Senato Düzenlemeleri	69
3.1.1.3.1. Senato Düzenlemeleri	71
3.1.2. İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMINA DAİR TEORİLER	73
3.1.2.1. Klasik Teori	73
3.1.2.2. Güveni Kötüye Kullanma Teorisi (Misappropriation Theory)	75
3.1.3. İçeriden Öğrenen Kavramının Güven ve Sadakat Yükümlülüğüyle İlişkisi	78

3.1.3.1. Güven ve Sadakat Yükümlülüğünün Güç Kaybetmesi.....	82
3.2. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI	84
3.2.1. İçeriden Öğrenen Tanımı ve Gelişimi	84
3.2.1.1. 89/592/EEC Sayılı Direktif (1989).....	85
3.2.1.2. 2003/6/EC – Piyasanın Kötüye Kullanılmasına İlişkin Yönerge (Market Abuse Directive (MAD)).....	86
3.2.1.3. Regulation (EU) No. 596/2014 – Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü (Market Abuse Regulation (MAR)).....	87
3.2.2. İçeriden Öğrenen Kavram Temelinin Değerlendirilmesi.....	89
3.3. BİRLEŞİK KRALLIK'TA İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI.....	90
3.3.1. İçeriden Öğrenen Tanımı ve Gelişimi	90
3.3.1.1. İlk Düzenlemeler ve AB Düzenlemeleri.....	91
3.3.1.2. Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA).....	94
3.3.1.3. Birleşik Krallık Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü (UK Market Abuse Regulation (UK MAR)).....	94
3.3.2. İçeriden Öğrenen Kavram Temelinin Diğer Ülkelerden Farkları.....	95
4. BÖLÜM TÜRK HUKUKUNDA İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI.....	98
4.1. 6362 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU ÇERÇEVESİNDE İÇERİDEN ÖĞRENEN KATEGORİLERİ.....	99
4.1.1. İhraççıların ve Bunların Bağlı veya Hâkim Ortaklıklarının Yöneticileri	100
4.1.2. İhraççıların veya Bunların Bağlı veya Hakim Ortaklarında Pay Sahibi Olmaları Nedeniyle Bu Bilgilere Sahip Olan Kişiler	104
4.1.3. İş, Meslek ve Görevlerin İcrası Nedeniyle Bu Bilgilere Sahip Olan Kişiler	105
4.1.3.1. İş	108
4.1.3.2. Meslek.....	109
4.1.3.3. Görev	110
4.1.4. Bu Bilgileri Suç İşlemek Suretiyle Elde Eden Kişiler	111

4.1.5. Sahip Oldukları Bilginin Bu Fıkırada Belirtilen Nitelikte Bulunduğunu Bilen veya İspat Etmesi Halinde Bilmesi Gereken Kişiler	114
4.2. İÇERİDEN ÖĞRENEN OLMANIN SONUÇLARI	118
4.2.1. İçeriden Öğrenenlerin Listesi	118
4.2.2. Bildirim Zorunluluğu.....	119
4.2.3. Şirkete Geri Ödeme.....	120
4.2.4. Finansal Tablolar Dönemi.....	122
4.2.5. Yatırım Kuruluşlarının ve Aracı Kurumların Durumu	123
4.2.6. Bağımsız Denetim Süreçlerinde Durum.....	125
SONUÇ	127
KAYNAKÇA	134

KISALTMALAR DİZİNİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AP	Avrupa Parlamentosu
b.	bent
BİST	Borsa İstanbul
bkz.	Bakınız
Brexit	Birleşik Krallık'ın Avrupa Birliği'nden ayrılması
C.	Cilt
E.	Esas
Edit.	Edition
ESMA	Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Kurumu
IOSCO	Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü
K.	Karar
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
m	madde
MAD	Piyasa Bozucu Eylemler Yönergesi
MAR	Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
ÖDT	Özel Durumlar Tebliği

s.	sayfa
SEA	Amerikan Menkul Kıymetler Borsası Kanunu
SEC	Amerikan Sermaye Piyasası Komisyonu
SOX	Sarbanes-Oxley Kanunu
SPK	Sermaye Piyasaları Kanunu
STOCK	Amerikan Kongre Bilgi Ticaretini Durdurma Yasası
T.	Tarih
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDK	Türk Dil Kurumu
TMS	Türkiye Muhasebe Standartı
TTK	Türk Ticaret Kanunu
UK	Birleşik Krallık
UK MAR	Brexit Sonrası Birleşik Krallığın Kullandığı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü
v.d.	ve devamı

GİRİŞ

Sermaye piyasaları, günümüz dünyasında ekonomik istikrar sağlamak isteyen ülkelerin büyük önem gösterdiği ve ulusların ekonomik düzenlerinde temel teşkil eden yapılardır. Şüphesiz ki bu durum finansmanın kolay sağlandığı bir ülkedeki ekonomik büyümenin de aynı oranda artacağına yönelik finans-büyüme ilişkisi olarak adlandırılan görüşün de temelini oluşturur. Bu sebeple ülkeler sermaye piyasalarını gerek vatandaşları gerekse ülke dışı sermaye için bir cazibe merkezi haline getirmek için önemli çalışmalar yapmaktadır. Bu çalışmaların temelinde insanların piyasaya güven duymasını sağlamak yatmaktadır.

Piyasa güvenliğini sağlamanın ilk koşulu sermaye piyasalarının şeffaf bir yapıya kavuşmasıdır. Bu şeffaflık yatırımcıların, yatırımlarını yönlendirme konusunda yeterince bilgi almasını sağlarken; fon arayan şirketler için ise hızlı ve az maliyetli finansmana ulaşmak anlamında oldukça önemlidir. Kaldı ki, tasarruflarının artması amacıyla imkân arayan tasarruf sahiplerinin, güvenli olmadığını düşündükleri bir piyasada bulunmalarını beklemek de mantıklı olmayacaktır. Devletler tam da bu yüzden özellikle sermaye birikiminin gitgide arttığı I. Dünya Savaşından itibaren ekonomilerine daha müdahaleci bir tavırla yaklaşmaktadır. Bu anlamda sermaye güvenliğinin sağlanmasının önündeki engellerden birinin de içeriden öğrenenlerin ticareti ya da diğer adıyla bilgi suistimali suçu olduğu söylemek mümkündür.

Bilgi, piyasalarda arz ve talebin oluşmasını sağlayan temel unsur olarak görülmektedir. Bu nedenle, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilgilere erişen kişilerin, diğer yatırımcıların ulaşamayacağı bir avantaj elde etmesi, devletler tarafından ciddi bir suç olarak değerlendirilmiştir. Zamanla, bu durum yalnızca gelişmiş ekonomilerin değil, gelişmekte olan ülkelerin de öncelikli müdahale alanlarından biri hâline gelmiştir. Özellikle, yabancı sermayeyi ülkelere çekmek isteyen ülkelerde güvenilir hukuki düzenlemelerin bulunması zorunluluk hâlini almıştır.

Özellikle son yıllarda değişen ve gelişen piyasa koşulları dikkate alındığında, sermaye piyasası suçları arasında önemli bir yer edinen bilgi suiistimali (diğer adıyla içeriden öğrenenlerin ticareti) birçok ülke tarafından sıkı biçimde düzenlenmiştir. Ülkeler başlangıçta farklı yaklaşımlar benimsemiş olsa da piyasaların küresel bir nitelik kazanmasıyla içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin tanımlar büyük ölçüde benzeşmiştir.

İçeriden öğrenenlerin ticaretiyle bağlantılı içeriden öğrenen kavramı, basitçe, içsel bilgi niteliğindeki bilgilere sahip kişileri ifade etmektedir. Bu anlamda, kavramın iki unsuru bulunduğu söylenebilir: içsel bilgi ve içeriden öğrenen kişi. Düzenlemeler dünya genelinde ilk aşamada sınırlı sayma yöntemiyle tanımlanmışken, piyasanın genişlemesi ve yayılmasıyla birlikte tanımlar da buna uygun şekilde genişlemiştir. Güncel hâliyle içeriden öğrenen kavramı, içsel bilgiyi bilen veya bilmesi gereken herkesi kapsayacak kadar geniş bir çerçevede karşımıza çıkmaktadır.

Ülkemiz uygulamasında farklı yaklaşımların bir arada görülebildiği içeriden öğrenenlerin ticareti ve içeriden öğrenen kavramları, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesinde düzenlenmiş; ikincil düzenlemelerle desteklenerek tanımlar ve usuller netleştirilmiştir. Günümüzde ülkemizdeki düzenlemeler, dünyadaki gelişmiş ekonomilerdeki uygulamalara çok benzemekte olup, özellikle Avrupa Birliği düzenlemeleriyle neredeyse bire bir aynıdır.

Bununla birlikte, ülkemiz, Avrupa Birliği ve Birleşik Krallık düzenlemelerinden farklı olarak, Amerika Birleşik Devletleri uygulamalarında "güven ve sadakat yükümlülüğü" gibi terimler içeriden öğrenen kavramı ve içeriden öğrenenlerin ticareti bakımından temel teşkil etmektedir. Bu kapsamda, söz konusu çalışmada, ülkemizdeki içeriden öğrenen kavramına ilişkin incelemeyle birlikte Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği ve Birleşik Krallık düzenlemeleri de kavram çerçevesinde ele alınmaktadır.

Tez çalışması üç ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, sermaye piyasalarının önemi ve devletlerin sermaye piyasalarına yaklaşımları

değerlendirilmiştir. Ayrıca, içeriden öğrenenlerin ticareti suçuna ilişkin genel bir çerçeve çizilmiştir. Bu kapsamda Türkiye’de içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemelerin gelişim süreci ile bu düzenlemelere yön veren temel sebepler ele alınmıştır.

İkinci bölümde çalışmanın ana konusu olan içeriden öğrenen kavramı, unsurlar öncelenecek incelenmiştir. Bu kapsamda içsel bilgi ve içsel bilgiye sahip kişi anlamında incelemeler yapılmış ve yaklaşımlara yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde içeriden öğrenen kavramı, Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği ve Birleşik Krallık hukuku açısından değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, ilgili ülkelerde içeriden öğrenen kavramının gelişim süreci ele alınmış; mevzuat hükümleri ve ilgili yargı kararlarının sonuçları incelenmiştir. Bu analizler, içeriden öğrenen kavramının ülkeler arasında nasıl farklılaştığını ve ortak yönlerinin nasıl şekillendiğini ortaya koymuştur.

Son bölümde ise, tanıma etki eden faktörler ve ülkemiz düzenlemeleri ele alınmıştır. Nihayetinde içeriden öğrenen kavramının sonuçları hakkındaki düzenlemeler incelenmiştir.

Yüksek lisans tezi, içeriden öğrenen kavramına ilişkin genel bir değerlendirmenin yapıldığı ve ülkemizin diğer ülkelerle olan yaklaşım ve tanımlama farklarının ortaya konulduğu bir sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.

1. BÖLÜM

GENEL OLARAK SERMAYE PİYASALARI, İÇERİDEN ÖĞRENERLERİN TİCARETİ VE İÇERİDEN ÖĞRENER KAVRAMI

1.1. GENEL OLARAK SERMAYE PİYASALARI

Sanayi devrimi sonrasında ivme kazanan teknolojik gelişmeler, ticari hacimlerde önemli artışlara neden olmuştur.¹ Yüksek kapasiteli üretim olanaklarının ortaya çıkması, sermaye birikimini hızlandırmış ve büyüyen işletmelerin fon ihtiyacıyla paralel olarak yeni finansal yapıların gelişmesini tetiklemiştir.² Bu gelişmeler, şirketlerin ekonomik gücünü artırarak sermaye piyasalarının kurumsal ve yapısal olarak genişlemesine zemin hazırlamıştır.³ Böylece sermaye piyasaları, modern ekonomik sistemin temel yapı taşlarından biri hâline gelmiştir.⁴ Günümüzde ise bilgi teknolojilerindeki hızlı gelişmelerle artan küresel sermaye akımları, finansal piyasaların daha global ve çok katılımcılı bir yapıya evrilmesine yol açmaktadır.

Özellikle son yıllarda küresel ölçekte gelir dağılımı adaletsizliğinin yaygın bir tartışma konusu hâline gelmesi ve gelişmiş ülkelerin borçlanmaya dayalı büyüme stratejileri, günümüz finansal sistemini ciddi şekilde tehdit eden unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.⁵ Bu gibi belirsizlik koşullarında, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini güven içinde değerlendirilebilmesi için uygun ve güvenli piyasa ortamının sağlanması, özellikle gelişmekte olan ekonomilerin ekonomik istikrarı

¹ Clark, Gregory – O'Rourke, Kevin H. – Taylor, Alan M. "The Growing Dependence of Britain on Trade during the Industrial Revolution", *Scandinavian Economic History Review*, C. 62, S. 2, 2014, s. 109-136, <https://doi.org/10.1080/03585522.2014.896285> , s. 109.

² Wei, Jing. *Banking and Innovation: Evidence from the Industrial Revolution* (Working Paper). University of Warwick, 2024, s. 14.

³ Wei, J., s.14

⁴ Özlü, Erhan: "Sermaye piyasasında içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığına dair bir araştırma: Borsa İstanbul'da bir uygulama", *Yüksek Lisans Tezi*, Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2023, s. 1.

⁵ OECD, IMF ve Dünya Bankası raporları küresel gelir eşitsizliğini ve borç temelli büyümeyi önemli tehditler arasında saymaktadır. International Monetary Fund: "World Economic Outlook: Navigating Global Divergences", October 2023, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>, s. 23.; OECD: "Deteriorating Conditions of Global Financial Markets amid High Debt", OECD Publishing, 2022, https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2022/11/deteriorating-conditions-of-global-financial-markets-amid-high-debt_1ca4cfb3/89757fae-en.pdf , s. 2.

açısından hayati bir öneme sahiptir.⁶ Bu durum ülkemiz için de geçerli olup özellikle mevcut enflasyonist ortamda bireylerin sermaye piyasalarına yönelme eğilimi, bu konuya ilişkin düzenlemelerin ve piyasa güvenliğinin önemini daha da arttırmaktadır.⁷ Bu sebeple bu piyasaların iyi düzenlenmiş, etkin birer piyasa olarak faaliyet göstermeleri ülke ekonomisinin istikrarı açısından büyük önem taşımaktadır.⁸ Güçlü bir ekonomik yapı inşa etmenin temel koşulu, sağlam bir sermaye piyasası oluşturmaktır. Böyle bir piyasayı kurmanın ön koşulu ise tüm paydaşların haklarını güvence altına alan şeffaf ve güvenli bir ortamın sağlanmasıdır.⁹

Günümüz sermaye piyasalarının sürdürülebilir şekilde büyümesini sağlayan en önemli faktörlerden ilki, finansal kaynakların hızlı ve güvenli şekilde hareket edebilmesidir.¹⁰ Bu anlamda sermaye piyasalarının etkinliği, kaynakların ülke içinde verimli dağılımını ve sermaye birikiminin artmasını desteklemektedir. Nitekim, Türkiye Cumhuriyeti Anayasası'nın 48. maddesinde, devletin özel teşebbüs özgürlüğünü, ekonomik düzeni koruma yükümlülüğü ve sermaye piyasalarının sağlıklı işleyişini güvence altına alma sorumluluğu da sermaye piyasalarının önemini göstergesi konumundadır.¹¹ Gerçekten de Borsa İstanbul 2023 yılı Ekim ayında 8,6 milyon yatırımcı sayısına ulaşarak rekor kırmıştır.¹² Buna karşılık yabancı yatırımcı sayısı 10 yıl öncesine göre %60 oranında bir

⁶ Hacımahmutoğlu, Sibel: "Market egalitarianism ve içerden öğrenenlerin ticaretinin düzenlenmesi", Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Sayı: 1, 2002, ss. 603–624, s. 615.

⁷ Ünal, Serkan: "Borsa İstanbul'da içerden öğrenenlerin getirileri", Kilis 7 Aralık Üniversitesi Akademik Araştırma ve Çalışmalar Dergisi, Cilt: 14, Sayı: 26, 2022, ss. 159–175, s. 159.

⁸ Demirel, H. G. Krizlerin Menkul Kıymetler Borsalarına Etkisi: İMKB Örneği (Yüksek Lisans Tezi, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü), Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, 2009, s. 6.

⁹ Hacımahmutoğlu, S., s.615

¹⁰ Esen, M. F. – Acar, A. – Kocabaş, E. Turizm İşletmelerinde İçeriden Öğrenenlerin İşlemleri: New York Borsası Örneği, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C. 21, S. 3, 2019, s. 943-958, s. 944.

¹¹ Tam madde metni: MADDE 48- "*Herkes, dilediği alanda çalışma ve sözleşme hürriyetlerine sahiptir. Özel teşebbüsler kurmak serbesttir. Devlet, özel teşebbüslerin millî ekonominin gereklerine ve sosyal amaçlara uygun yürümesini, güvenlik ve kararlılık içinde çalışmasını sağlayacak tedbirleri alır.*"

¹² Bloomberg HT. Borsadan İki Ayda 912 Bin Yatırımcı Çıktı, 2 Ocak 2024, <https://www.bloomberght.com/borsadan-iki-ayda-912-bin-yatirimci-cikti-2344926>

düşüş yaşamış¹³ ve Haziran 2023 itibariyle tarihi dip seviyelerine gerilemiştir.¹⁴ Bu bağlamda, ülkemizin sermaye piyasaları konusundaki güvenliği sağlaması ile tekrar cazibe merkezi haline gelmesi, sürdürülebilir ve daha az maliyetli kalkınma programları için oldukça önemlidir.

1.1.1. Sermaye Piyasalarının Tanımı ve İşlevleri

Günümüz ekonomik düzeninde, bir yanda birikimlerini değerlendirmek isteyen bireyler ve kurumlar, diğer yanda bu birikimlere ihtiyaç duyan şirketler bulunmaktadır. Sermaye piyasalarının görevi ise bu iki tarafı buluşturup finansal kaynakların uzun vadeli olarak el değiştirmesini sağlayan bir köprü görevi görmektir. Bunun sebebi sermaye piyasalarının sahip olduğu kolay finansman yaratmak ve kaynak dağılımı konusundaki yeteneğidir. Bu kapsamda sermaye piyasaları, en temel biçimde, fon arzının ve fon talebinin karşılaştığı yer olarak tanımlanabilir. TDK 'ya göre sermaye piyasası "*Hisse ve tahvil alım satımının yapıldığı, kanunla düzenlenmiş ticaret merkezi*" olarak tanımlanmaktadır. TCMB'ye göre ise sermaye piyasası "*Bir yıldan uzun vadeli yatırım araçlarının ihraç edildiği ve işlem gördüğü piyasa.*" olarak tanımlanmaktadır.¹⁵

İfade edildiği üzere, etkin ve sağlıklı işleyen sermaye piyasalarının temel işlevi, ekonomik büyüme ve kalkınma için fon transferini sağlamasıdır.¹⁶ Şeffaflığın sağlandığı bir sermaye piyasasında küçük-büyük tasarruf sahiplerinin varlıklarını piyasalar üzerinde değerlendirmeleri, işletmelerin ihtiyaç duydukları fonların sağlanmasına sebep olacaktır. Bu durum ise ekonomik büyümeyi destekleyerek sürdürülebilir bir kalkınma ortamı sağlayacaklardır.¹⁷

İyi düzenlenmiş ve kontrollerin etkin yapıldığı piyasalarda, yatırımcıların piyasaya güveni artacağından, bu şartı sağlayamayan piyasalara göre daha hacimli ve

¹³ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcıların sahip olduğu hisse senedi oranı, Haziran 2023'te %27,43 ile tarihi dip seviyesine gerilemiştir. Bu oran, 2013 yılında %66 seviyesindeydi.

¹⁴ Habertürk. Borsa 2 Aydır Eşik Üstüne Eşik Atıyor, 14 Ağustos 2023, <https://www.haberturk.com/borsa-3614128-ekonomi>.

¹⁵ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Terimler Sözlüğü, 2025.

¹⁶ Levine, R. Finance and Growth: Theory and Evidence, içinde: P. Aghion – S. Durlauf (Ed.), Handbook of Economic Growth, C. 1, Elsevier, 2005, s. 865-934, s. 2-4.

¹⁷ Akın, Ö. – Esen, G. S. An Overview of Insider Trading in Borsa İstanbul, Journal of Research in Economics, C. 3, S. 2, 2019, s. 77.

etkin bir piyasa görmek mümkündür.¹⁸ Bu doğrultuda, şirketlerin fonlara erişimi kolaylaşmakta; bu da finansman imkanlarının genişlemesiyle birlikte hem şirketlerin hem devletin hem de dolaylı olarak halkın fayda sağlamasına olanak tanımaktadır.

1.1.2. Sermaye Piyasası Hukuku

II. Dünya Savaşı sonrasında devletler, sermaye piyasalarında müdahalede bulunmaya daha yatkın bir yaklaşım benimsemişlerdir.¹⁹ Bu süreçle birlikte hukuk, ekonomi üzerinde daha etkin bir rol oynamaya başlamış ve bu durum devletlerin ekonomik serbestlik ile düzenleyici müdahale arasında bir denge kurma arayışını da beraberinde getirmiştir. Gelişmiş ülkeler, bu süreçle birlikte bireylerin ekonomik faaliyetlerini serbestçe sürdürebilmelerini sağlamak amacıyla, bahsedilen faaliyetler üzerinde yalnızca düzenleyici ve denetleyici bir rol üstlenmiştir. Böylece, sermaye sahipleri herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmadan tasarruflarını değerlendirebilmiş; devlet ise denetim mekanizmaları aracılığıyla ekonomik durumu kontrol altında tutabilmiştir.²⁰

Sermaye piyasası hukuku yukarıda bahsedilen sebeplerle, piyasaların oluşturulması, devamlılığın ve güvenliğin sağlanması, tarafların hak ve menfaatlerinin herhangi bir engellemeye maruz kalmadan kullanılabilmesi ve eşit işlem ilkelerinin korunmasını sağlamak amacıyla vardır.²¹ Bu amaçların sürekliliğini sağlamak adına, güncel ekonomik ve teknolojik gelişmeleri izlemek, sürekli ve tarafsız denetim süreçleri yürütmek sermaye piyasası hukukunun diğer temel işlevleri arasındadır.²² Nitekim Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO), sermaye piyasalarının düzenlenmesindeki temel amaçlarını;

¹⁸ Arslan, A. Sermaye Piyasası Hukukunda İçerden Öğrenenlerin Ticareti, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Anabilim Dalı, Yükseköğretim Kurulu Ulusal Tez Merkezi, Ankara 2021, s. 1-2.

¹⁹ Doğangün Yasa, B. İktisat Düşüncesinde Devlet Müdahaleciliği Kuramının Evrimi, Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C. 5, S. 2, 2017, s. 281-298, <https://doi.org/10.18506/anemon.310155>, s. 282 vd.

²⁰ Öz, B. Türk Sermaye Piyasasında Piyasa Dolandırıcılığı Suçları, Beykent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 4, S. 7, 2018, s. 137-160, s. 139.

²¹ Adıgüzel, B. Sermaye Piyasası Hukuku (5. Bası), Adalet Yayınevi, Ankara 2023, s. 1-3.

²² Adıgüzel, s. 16.

yatırımcıların korunması, adil, şeffaf ve etkin bir piyasa yapısının oluşturulması ve sistematik risklerin azaltılması olarak belirlemiştir.²³

Bu amaçlar doğrultusunda, devletlerin piyasaları korumak için sürekli müdahaleleri kaçınılmaz hale gelmiştir. Aksi halde, sermaye piyasalarında meydana gelecek hukuksuzluklar; sermaye piyasalarına katılan kişiler açısından piyasa kayıplarına, diğer yandan fona ihtiyaç duyan şirketler için ise fon temininde ciddi zorluklar çıkmasına sebep olacaktır.²⁴ Sadece bireysel yatırımcıları değil, toplumun genel ekonomik yapısını tehdit eden bu tür sermaye piyasası suçları; hızlı ekonomik değişimler, sıklaşan krizler ve teknolojik gelişmelerin piyasaları küresel hale getirmesiyle birlikte sürekli artış ve dönüşüm göstermektedir.²⁵ Bu nedenle ülkelerin bu alanı korumak için proaktif bir yol izlemeleri oldukça önemlidir.

Düzenleme, denetim ve yaptırım gibi devletin kontrolcü rolünü kapsayan kamusal müdahalenin gerekliliği, günümüzde yaygın olarak kabul edilen bir görüştür.²⁶ Bu yaklaşım, aynı zamanda sermaye piyasası hukukunun önemli amaçlarından biri olan düzenli bir rekabet ortamının sağlanması açısından da büyük bir önem arz etmektedir.²⁷ Nitekim, sermaye piyasası hukukunun hedeflerine ulaşabilmesi için, değere ilişkin her türlü bilginin serbestçe dolaşımında olduğu bir piyasa ortamının oluşturulması zorunludur.²⁸ Bununla birlikte, düzenlemeler sırasında kamusal müdahalenin dozunun ve tasarımının dikkatli bir şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, aşırıya kaçan veya hatalı tasarlanan kamu müdahaleleri, finansal inovasyonları engelleyebileceği gibi, piyasa etkinliğini

²³ International Organization of Securities Commissions. Objectives and Principles of Securities Regulation (Pub. Doc. No. 561), 2017, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd561.pdf>, s. 3.

²⁴ Dursun Özdemir, G. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Düzenlenen Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçları, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 2021, s. 33.

²⁵ Aksoy, Z. Türk Sermaye Piyasası Hukukunda İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu, Doktora Tezi, Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2018, s. 46-47.

²⁶ Majone, G. The Rise of the Regulatory State in Europe, West European Politics, C. 17, S. 3, 1994, s. 77-101, <https://doi.org/10.1080/01402389408425031>, s. 78.

²⁷ Dursun Özdemir, A. s. 33.

²⁸ Ergün Aksu, H. Sermaye Piyasası Hukukunda İçsel Bilgi Kavramına İlişkin Kamusal Müdahale Sistemleri: Avrupa Birliği ve Türkiye Karşılaştırması, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 26, S. 4, 2022, s. 165-204, s. 179.

zayıflatarak ekonomik büyümeyi de olumsuz yönde etkileyebilecektir.²⁹ Bu nedenle, kamusal müdahale çerçevelerinin dengeli, özenli ve öngörülebilir bir şekilde tasarlanması, etkili ve istikrarlı bir ekonomik sistemin kurulması açısından büyük önem taşımaktadır. Bu denli stratejik bir alanı korumak ve hukuka aykırı fiillere karşı etkin bir caydırıcılık sağlamak için ise yalnızca idare hukuku araçlarının kullanılması yeterli olmamaktadır. Bu kapsamda, ceza hukuku normlarının da sermaye piyasası yapısına entegre edilmesi, gereken korumanın sağlanabilmesi açısından zorunlu bir ihtiyaç hâline gelmiştir.³⁰

Bu genel çerçevede, ülkemizde de sermaye piyasalarının hukuki altyapısını oluşturmak için mevzuat çalışmaları yapılmıştır. Ülkemizde sermaye piyasalarına ilişkin ilk düzenlemeler, 1981 yılında kabul edilen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve bu Kanun'a bağlı olarak kurulan Sermaye Piyasası Kurulu'nun faaliyetleriyle gerçekleştirilmiştir. Aynı zamanda, söz konusu Kanun ile sermaye piyasalarında şeffaflığın artırılması ve piyasaların tabana yayılması hedeflenmiştir.³¹ Zaman içerisinde gerçekleştirilen değişikliklerle Kanun güncel tutulmaya çalışılsa da nihayetinde Avrupa Birliği düzenlemeleriyle uyum sağlamak amacıyla 2012 yılında 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu mevzuatımıza kazandırılmıştır. Yürürlükteki 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun amacı, *“sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişiminin sağlanması; yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi”* olarak belirlenmiştir.

Sermaye piyasası hukuku gibi dinamik bir alanda ortaya çıkan sorunlara hızlı ve piyasaya aşırı müdahale içermeyen bir şekilde müdahale edebilmek amacıyla, dünya genelinde kanunlar genel bir çerçeve esas alınarak oluşturulmaktadır.³²

²⁹ Mishkin, F. S. – Eakins, S. G. Financial Markets and Institutions (7. Bası), Prentice Hall, 2011, s. 474-476.

³⁰ Dursun Özdemir, A., s. 32.

³¹ 2499 Sermaye Piyasası Kanunu (mülga) Madde 1: *“Bu Kanunun konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir.”*

³² Aliyeva, M. Eski ve Güncel Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kurallarının Karşılaştırılması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2018, s. 40.

Bu çerçeve kanunların yanı sıra, detaylı düzenlemeler tebliğler, yönetmelikler ve çeşitli düzenleyici işlemler aracılığıyla tamamlanmaktadır.

1.2. İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ KAVRAMI

1.2.1. İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Düzenlenme Sebepleri

İçeriden öğrenenlerin ticareti kavramının tanımına geçmeden önce, bu düzenlemenin varlık sebebini ve gerekliliğini ortaya koyan nedenlerin ayrıntılı biçimde incelenmesi önem arz etmektedir.

1.2.1.1. Piyasa Güvenliği ve Bilgi Asimetrisi

Ekonomik kalkınmayı hedefleyen ülkelerin artan finansman gereksinimlerini karşılamada en etkili araçlardan biri, hacimli ve etkin işleyen bir sermaye piyasasının varlığıdır.³³ Ancak bu sağlıklı işleyişi tehdit eden en ciddi unsurlardan biri, bilgiye ulaşmada fırsat eşitliğinin manipüle edilmesi yoluyla oluşan haksız rekabet ortamıdır.³⁴ Bu bağlamda, bilgi suistimalinin sermaye piyasalarında yarattığı zararlar yalnızca bireysel işlemlerle sınırlı kalmamakta; piyasa güvenliğinden yatırımcı güvenine, piyasa etkinliğinden şirketlerin doğrudan zarar görmesine kadar geniş bir yelpazede etkiler doğurmaktadır.

Market egalitarianism, sermaye piyasalarında yatırım yapan tüm aktörlerin bilgiye erişim bakımından eşit şartlara sahip olması gerektiğini savunur.³⁵ Bu yaklaşım, içeriden öğrenenlerin ticaretinin piyasada fırsat eşitliğini zedelediği ve yatırımcıların güvenini sarstığı görüşüne dayanır.³⁶ İçsel bilgiye erişimi olan kişilerin bu bilgiyi kullanarak işlem yapmaları, diğer yatırımcılar açısından bir fırsat eşitsizliği yaratır.³⁷ Dolayısıyla bu teoriye göre, içeriden öğrenenlerin ticaretini yasaklamanın temel gerekçesi adalet ve eşitlik ilkesini korumaktır. Market

³³ Hacimahmutoğlu, s. 615.

³⁴ Arslan, s. 1.

³⁵ Payne, J. Disclosure of Inside Information (ECGI Law Working Paper No. 422/2019), European Corporate Governance Institute, Ağustos 2019, https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalpayne_0.pdf.

³⁶ Shefrin, H. – Statman, M. Ethics, Fairness, Efficiency, and Financial Markets, The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1992, s. 8.

³⁷ Hacimahmutoğlu s.615

egalitarianism yaklaşımı yalnızca piyasanın güvenilirliğini güçlendirmekle kalmaz, aynı zamanda sermaye piyasalarının sosyal işlevini de korur. Özellikle küçük yatırımcıların sisteme katılımı, bilgiye erişim bakımından eşitlik sağlanmadığında ciddi şekilde zarar görür. Bu açıdan market egalitarianism eşitlikçi bakış açısı, küçük yatırımcıların korunmasını sağlayarak sermaye piyasalarının sürdürülebilirliğine ve uzun vadeli istikrara katkıda bulunur.

Bu görüş, özellikle Avrupa'da güçlü biçimde kabul görmektedir.³⁸ Sermaye piyasalarının güvenilirliği, yatırımcıların sisteme duyduğu güvenle doğrudan bağlantılı olduğundan, market egalitarianism yaklaşımı piyasanın etik temellerini güçlendirmeyi amaçlar.³⁹ Doktrinde bu yaklaşım, piyasa katılımcıları arasında eşit koşulların sağlanması olarak da ifade edilmektedir.⁴⁰ Yaklaşımın sonucu olarak güvenliği tesis edilmesi ancak bilgi asimetrisinin sona erdirilerek bilgiye erişimde eşit imkanların sağlanmasıyla mümkün olacaktır. Bunun sonucunda ise talebin daha yoğun olduğu sermaye piyasasının varlığıyla ülke ekonomisine ciddi katkı sağlanacaktır.⁴¹

1.2.1.2. Piyasa Etkinliği Üzerine Etkileri

Etkin bir piyasa genellikle yüksek likidite ve hacim üzerinden tarif edilmektedir.⁴² Ancak bütüncül bir tanımlamaya göre etkin piyasa, sermaye piyasası araçlarının değerlerinin, araçlar hakkındaki tüm bilgiyi eksiksiz olarak yansıttığı piyasalardır.⁴³ Bu bağlamda, etkin piyasalarda bilgisel etkinliğin sağlanması temel bir gerekliliktir. Ancak, sermaye piyasalarındaki kamuya açıklanmamış bilgiler, içeriden öğrenenler için ciddi fırsatlar doğurmaktadır. Bu gibi durumlarda

³⁸ Lombardo, S. Some Reflections on the Self-Insider and the Market Abuse Regulation – The Self-Insider as a Monopoly-Square Insider (ECGI Law Working Paper No. 512/2020), European Corporate Governance Institute, Nisan 2020, https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/lombardofinal.pdf, s. 20-21.

³⁹ Hacımahmutoğlu s.617

⁴⁰ Shefrin – Statman, s. 7.

⁴¹ Shefrin – Statman, s. 88.

⁴² Hu, E. – Hughes, P. – Ritter, J. – Vegella, P. – Zhang, H. Tick Size Pilot Plan and Market Quality (DERA White Paper), U.S. Securities and Exchange Commission, Division of Economic and Risk Analysis, 31 Ocak 2018, https://www.sec.gov/files/dera_wp_tick_size-market_quality.pdf, s. 2, 5.

⁴³ İhtiyar, M. Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta Basım Yayım Dağıtım, 2006, s. 204.

gerçek değer ile fiyat arasındaki farktan ciddi karlar sağlanması mümkün olacaktır. İçsel bilgilerin kullanılmasının yasaklanması ise sermaye piyasalarında likiditenin yüksek olması payın gerçek değeri ile mevcut değeri arasındaki farkın az olmasına sebep olacağından bu durumdan menfaat elde edilmesi zorlaşacaktır.⁴⁴

Konunun tam ve eksiksiz anlaşılması için fiyat-değer unsurlarının da anlaşılması gerekmektedir. Sermaye piyasalarında fiyat-değer farkı, bir menkul kıymetin piyasa fiyatı ile onun gerçek değeri arasındaki farklılık olarak tanımlanmaktadır. Piyasa fiyatı, arz ve talep koşulları doğrultusunda yatırımcıların o anki beklenti ve davranışlarının bir sonucu olarak oluşurken; gerçek değer, bir menkul kıymetin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının iskonto edilmesiyle belirlenen teorik değeri ifade eder.⁴⁵ Bu bağlamda, eğer bir varlığın piyasa fiyatı içsel değerinin altında kalıyorsa, söz konusu varlık eksik değerlendirilmiş kabul edilir. Ters durumda, yani piyasa fiyatının gerçek değer üzerinde olması halinde, varlık aşırı değerlendirilmiş sayılır.⁴⁶ Dolayısıyla fiyat-değer farkı, sermaye piyasalarında yatırım kararlarının rasyonel bir temel üzerine oturmasını sağlayan en önemli göstergelerden biridir. Özellikle etkin piyasa hipotezine göre piyasa fiyatları her zaman mevcut bilgileri yansıtmakla birlikte, pratikte yatırımcıların davranışları, bilgi asimetrisi ve piyasa anomalileri nedeniyle fiyatlar ile gerçek değer arasında farklar ortaya çıkabilmektedir.⁴⁷ Bu farkların tespiti, yatırımcıların değer yatırımcılığı ya da spekülasyon stratejiler geliştirmelerinde kritik rol oynamaktadır. Ancak konumuz açısından ise içsel bilginin kullanımının önlenmesi, fiyatın gerçek değerini yansıtmalarını sağlayacak, böylece tarafların haksız menfaat elde etmesinin önüne geçecektir.

Finans literatüründe en önemli tartışma konularından bir diğeri, piyasaların ne derece etkin çalıştığıdır. Bu çerçevede Etkin Piyasa Hipotezi (Efficient Market

⁴⁴ Arslan, s. 12.

⁴⁵ Damodaran, A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3. Baskı), Wiley, 2012, s.14.

⁴⁶ Reilly, F. K. – Brown, K. C. Investment Analysis and Portfolio Management (10. Baskı), South-Western Cengage Learning, Mason OH, 2012, s.25

⁴⁷ Fama, E. F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", The Journal of Finance, C. 25, No. 2, 1970, s. 383-417. s.385

Hypothesis – EMH), ilk kez Eugene F. Fama tarafından sistematik şekilde ortaya konmuştur. Fama, 1970 tarihli makalesinde etkin piyasayı, “fiyatların her an mevcut tüm bilgileri tam olarak yansıttığı piyasa” olarak tanımlamıştır.⁴⁸ Bu tanım, sermaye piyasalarında fiyatların bilgiyle nasıl şekillendiğini açıklayan en temel teorik çerçeve olarak kabul edilmektedir. Etkin piyasa hipotezinin ilk formu olan zayıf form, menkul kıymet fiyatlarının geçmiş fiyat hareketlerini ve getirilerini bütünüyle yansıttığını varsayar. Bu durumda yatırımcılar, geçmiş fiyat serilerinden hareketle gelecekteki fiyatları öngörerek anormal getiri elde edemezler. Başka bir deyişle, fiyat-değer yöntemleri, zayıf formda etkin bir piyasada işlevsiz hale gelir. Bu yaklaşım “random walk” hipotezi ile ilişkilendirmiştir.⁴⁹ Bu hipotez, finansal varlık fiyatlarının rastgele ve öngörülemez bir şekilde hareket ettiğini ileri süren bir görüştür. Bu hipoteze göre, bugün gözlemlenen fiyatlar piyasada mevcut olan tüm bilgileri yansıtır ve yarının fiyatı ancak yeni ve rastgele ortaya çıkan bilgilerle değişebilir. Gerçekten de zayıf formda etkinlik, fiyatların geçmiş trendlerden bağımsız bir süreç izlediğini ileri süren random walk teorisine dayanır.⁵⁰

İkinci aşama olan yarı güçlü formda, fiyatların yalnızca geçmiş bilgileri değil, aynı zamanda kamuya açıklanmış tüm bilgileri hızlı ve doğru biçimde yansıttığı varsayılır.⁵¹ Buna göre, şirketlerin finansal tabloları, temettü ve kâr duyuruları, birleşme ve satın alma haberleri gibi menkul kıymetlerin değerini etkileyecek ve kamuya açıklanmış tüm bilgiler fiyatlara kısa sürede yansır. Dolayısıyla, bu tür kamuya açık bilgileri kullanarak piyasa üzerinde getiri elde etmek mümkün değildir.⁵² Benzer şekilde, Jensen de kamuya açık bilgilere dayalı olarak piyasadan sistematik üstün getiri elde etmenin mümkün olmadığını vurgulamış ve piyasayı yenmenin neredeyse imkânsız olduğu sonucuna ulaşmıştır.⁵³

⁴⁸ Fama, s. 385.

⁴⁹ Fama, s. 386.

⁵⁰ Kendall, M. G. “The Analysis of Economic Time Series — Part I: Prices”, Journal of the Royal Statistical Society: Series A (General), C. 116, S. 1, 1953, s. 11-25, <https://doi.org/10.2307/2980947> .

⁵¹ Fama, s. 383

⁵² Hacımahmutoğlu, s. 606.

⁵³ Jensen, M. C. “Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency”, Journal of Financial Economics, C. 6, S. 2-3, 1978, s. 95-101, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(78\)90025-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(78)90025-9) s.96.

Hipotezin en ileri düzeyi olan güçlü formda ise fiyatların yalnızca geçmiş ve menkul kıymetlerin değerini etkileyecek⁵⁴ ve kamuya açıklanmış tüm bilgileri değil, aynı zamanda içsel bilgileri de tam olarak yansıttığı varsayılır.⁵⁵ Bu durumda, içsel bilgiye sahip yatırımcılar dahi piyasadan üstün getiri elde edemez.⁵⁶ Ancak güçlü form, teorik olarak adil görünse de pratikte geçerli değildir. Bu nedenle güçlü formda etkinlik daha çok teorik bir ideal olarak görülmekte, gerçek piyasalarda uygulanabilir bulunmamaktadır.⁵⁷

Ülkelerin de bu amaç doğrultusunda yarı-güçlü formda etkin piyasalar oluşturma çabası sebebiyle içsel bilginin kullanımı yasaklanmıştır. Sermaye piyasalarının temel dinamiklerinden olan yatırımcılar için sağlıklı ve etkin bir piyasanın oluşabilmesi için, yatırımcıların şirketleri seçerken ihtiyaç duyacağı her türlü bilginin eksiksiz ve doğru bir şekilde açıklanması gerekmektedir.⁵⁸ Bilgi suistimali ise tam olarak bu durumdan faydalanmaktadır. Şöyle ki bilgi suistimali ile içeriden öğrenenler almış oldukları içeriden öğrenilen bilgiye dayanarak pay değerinin gerçek değeri ile mevcut değeri arasındaki farkı kullanmakta ve bu durumdan fayda sağlamaktadır. Bunun yanında etkinliğinin korunması yalnızca bilginin fiyatlara doğru yansımalarıyla değil, aynı zamanda fiyat istikrarının sağlanmasıyla ilişkilidir. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygın olduğu piyasalarda fiyat oynaklığı artmakta; bu da yatırımcılar açısından hem zarar ihtimalini hem de zarar düzeyini yükseltmektedir.⁵⁹ Bu tür olağandışı dalgalanmalar, piyasanın istikrarına ve güvenilirliğine ciddi zararlar verebilmektedir.

Bu haliyle içeriden öğrenenlerin ticareti, etkin piyasalardan beklenen temel niteliklerin zayıflamasına yol açmaktadır.⁶⁰ Arz-talep dengesinin sağlanması,

⁵⁴ Ayrıntılar için bkz. Özel Durumlar Rehberi, s. 10 vd.; Özel Durumlar Tebliği (II-15.1).

⁵⁵ Fama, s. 409 vd.

⁵⁶ Seyhun, H. N. "Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency", *Journal of Financial Economics*, C. 16, S. 2, 1986, s. 189-212, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90060-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90060-7) s.190.

⁵⁷ Seyhun, s. 191.

⁵⁸ Mishkin, F. S. – Eakins, S. G. *Financial Markets and Institutions* (9. Bası), Pearson, 2018, s. 74.

⁵⁹ Du, J. – Wei, S.-J. "Does Insider Trading Raise Market Volatility?", *The Economic Journal*, C. 114, S. 498, 2004, s. 916-942, <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2004.00250.x> , s. 920.

⁶⁰ Cheng, L. T. W. – Firth, M. – Leung, T. Y. – Rui, O. "The Effects of Insider Trading on Liquidity", *Pacific-Basin Finance Journal*, C. 14, S. 5, 2006, s. 467-483, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2006.01.006> , s. 2.

düşük işlem maliyetleri, yüksek likidite ve sınırlı oynaklık gibi özelliklerin yerine; yüksek oynaklık, düşük likidite ve artan işlem maliyetleriyle tanımlanan zayıf bir piyasa yapısı oluşmaktadır. Nitekim, cezai yaptırımların caydırıcı düzeyde olduğu ve etkin şekilde düzenlenmiş piyasalarda, likiditenin yüksek olduğu ve yatırımcı portföylerinin daha büyük bir yapıya sahip olduğu tespit edilmiştir.⁶¹ Ancak düzenlemelerin piyasa için sağladığı tek fayda bu değildir. İçsel bilgilerin hukuksuz biçimde kullanılmasına karşı getirilen düzenlemelerin bir diğer amacı, bu tür bilgilerden yararlanarak avantaj elde eden belirli grupların piyasa gücü kurarak tekelleşmelerinin önüne geçmektir.⁶² Amerikan sermaye piyasası mevzuatında da hem yatırımcıların hem de ihraççıların bu tür haksızlıklara karşı korunmasının gerekli olduğu açıkça ifade edilmektedir.⁶³

1.2.1.3. Şirket Zararı

İçeriden öğrenenlerin ticareti hakkında değerlendirilebilecek bir başka risk, şirket yöneticilerinin kendi bireysel çıkarlarını şirket menfaatlerinin önüne koymalarıdır. Bu durumda, pay fiyatını etkileyebilecek bilgilerin, yöneticinin lehine olacak şekilde açıklanması veya saklanması söz konusu olabilecek ve yatırımcılar bu durumdan zarar görebileceklerdir.⁶⁴ Bu tür etik dışı davranışların yalnızca yatırımcıları değil, şirket çalışanlarını da olumsuz etkilemesi mümkündür. Zira yöneticilerin kişisel menfaatlerini önceleyen kararları, şirket içinde haksız kazancın meşrulaşmasına neden olacak ve alt kademe çalışanlarda da benzer şekilde bireysel çıkarları ön planda tutma eğilimi doğuracaktır.⁶⁵ Ayrıca, içsel bilgiye sahip çalışanlar, kendi çıkarlarını şirketin önünde tutarak kurumsal menfaatlere zarar verecek kararlar alabilecektir. Oysa bu kişiler, şirkete karşı

⁶¹ Bris, A. – Goetzmann, W. N. “Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World”, *The Journal of Finance*, C. 62, S. 3, 2007, s. 1029-1079, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x> s.1031.

⁶² Erman, S. *Ticari Ceza Hukuku VII: Şirketler Ceza Hukuku*, İstanbul Üniversitesi Basımevi ve Film Merkezi, İstanbul 1993, s. 149.

⁶³ U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/about/mission> , Kontrol Tarihi: 21.08.2025.

⁶⁴ Arslan, s. 195.

⁶⁵ Arslan, s. 16.

güven ve sadakat yükümlülüğüyle hareket etmek zorunda olup, bu yükümlülüğün ihlali şirket açısından doğrudan zarar riski taşımaktadır.⁶⁶

Ek olarak, şirketin kamuoyunda bu tür olumsuz olaylarla anılması itibar kaybına yol açarak dolaylı zararlar doğurabilecektir.⁶⁷ Bu tür olumsuzluklar, şirkete fon sağlayan tasarruf sahiplerinin güvenini zedeleyecek ve yatırım kararlarından vazgeçmelerine neden olabilecektir. Bu nedenle şirket, sermaye kaynaklarına erişimde zorluk yaşayacak, finansman daha maliyetli hale gelecek ve piyasa değeri zamanla düşecektir.⁶⁸

1.2.1.4. Şeffaflık ve Güven İlkelerinin Önemi

Bir sermaye piyasasının etkinliği genellikle yüksek likidite ve hacim gibi göstergelerle ölçülmektedir.⁶⁹ Yüksek likidite ve işlem hacmi, tasarruf sahipleri ile fon talep edenler arasında işlemlerin hızlı, düşük maliyetli ve piyasa değerine daha yakın şekilde gerçekleşmesini sağlar. Bir piyasanın etkinliğinin sağlanmasının en önemli yolu ise yatırımcıların kendilerini güvende hissettikleri bir ortam içerisinde işlem yapmalarıdır.⁷⁰ Piyasada güven ortamının sağlanması ise ancak şeffaflığın sağlanması ile mümkün olacaktır. Yatırımcıların tasarruf düzeyine bakılmaksızın eşit fırsatlara sahip olduğu sağlıklı bir piyasa yapısının oluşturulması, tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına yönelimini artıracaktır.⁷¹ Bu çerçevede, devletin ve şirketlerin kamuya gerekli bilgileri eksiksiz ve sürekli olarak sunmaları büyük önem arz etmektedir. Bu şekilde yapılandırılmış sermaye piyasaları, yatırımcı güvenini tesis edecek ve bireylerin fonlarını piyasada değerlendirme konusundaki istekliliğini artıracaktır.⁷² Aksi halde, yatırımcı güveninin sağlanamadığı durumlarda sermaye piyasaları daralacak; fon sağlayıcılar ise iyi düzenlenmemiş ve denetimsiz piyasalardan çekilerek alternatif

⁶⁶ Bainbridge, S. M. Securities Law: Insider Trading (2. Baskı), Foundation Press, 2007, s. 166.

⁶⁷ Persons, O. S. "SEC's Insider Trading Enforcements and Target Firms' Stock Values", Journal of Business Research, C. 39, S. 3, 1997, s. 187-194, [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(96\)00203-2](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(96)00203-2), s. 189.

⁶⁸ Wang, W. K. S. – Steinberg, M. I. Insider Trading (3. Baskı), Oxford University Press, 2010, s. 34.

⁶⁹ Dursun Özdemir, s. 1.

⁷⁰ Hacımahmutoğlu, s. 615.

⁷¹ Arslan, s. 231.

⁷² Hacımahmutoğlu, s. 615 vd.

ülkelerin piyasalarına yöneleceklerdir.⁷³ Bu durum bir taraftan ülke içinde atıl durumda kalan fon miktarını arttıracak diğer taraftan da ulusal kaynakların yabancı ekonomilerin gelişimi için kullanılmasına neden olacaktır.

1.2.1.4.1. Kamuyu Aydınlatma İlkesi

Şüphesiz ki şeffaflık ve güven ortamını sağlanmasında ve piyasanın tarafları arasındaki bilgi asimetrisinin oluşmamasında en önemli dayanak kamuyu aydınlatma ilkesi olacaktır.⁷⁴ Sermaye piyasalarında geçerli olan birçok temel ilke bulunmaktadır. Bunlar arasında kamuya açıklık, kurumsal yönetim esasları, yatırımcı haklarının korunması, faaliyetlerin yetkilendirme sürecine tabi tutulması ve piyasanın düzenleyici otoriteler tarafından gözetim altında tutulması gibi ilkeler sayılabilir.⁷⁵ Bu ilkeler, piyasaların güvenilirliğini ve etkin işleyişini teminat altına almak amacıyla oluşturulmuştur. Her ne kadar piyasalarda fırsat eşitliği bulunduğu ifade edilse de yatırımcılar genellikle kendi bilgi ve deneyimlerine dayanarak yatırım kararları almakta ve bu yolla kazanç sağlamayı hedeflemektedir.⁷⁶ Bu durum, yatırımcılar arasında mutlak bir eşitlik olduğunu ileri sürmeyi güçleştirmektedir. Bununla birlikte, sermaye piyasası hukukunun temel amacı, bireysel deneyim farklılıklarından bağımsız olarak, dışsal koşullar bakımından taraflar arasında eşitlik ve denge oluşturmaktır.⁷⁷ Diğer bir deyişle bu ilkenin temel amacı, bilgi eşitliğini değil; bilgiye erişimde eşitliği sağlamaktır. Zira bilgi eşitliği, yatırımcılar arasındaki deneyim ve analiz yeteneği farkları nedeniyle fiilen mümkün değildir. Bununla birlikte, yatırımcıların doğru ve eksiksiz bilgilendirilmesi, sermaye piyasalarında şeffaf, güvenilir ve adil bir yapı kurulmasına, böylece bilgiye erişim konusunda eşit bir piyasanın yapılandırılmasına olanak tanımaktadır. Bu nedenle, kamuyu aydınlatma ilkesi, sermaye piyasası hukukunun temel ilkelerinden biri olarak öne çıkmaktadır.

⁷³ Gelos, R. G. – Wei, S.-J. Transparency and International Investor Behavior (IMF Working Paper No. 02/174), International Monetary Fund, Ekim 2002, <https://doi.org/10.5089/9781451858709.001> , s. 30.

⁷⁴ Manavgat, Ç. Bilgiye Dayalı Manipülasyonda Menfaat Elde Etme Şartının Yerindeliği, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 33, S. 2, 2017, s. 29-41, s. 31.

⁷⁵ Memiş, T. – Turan, G. Sermaye Piyasası Hukuku (2. Baskı), Seçkin Yayıncılık, 2016, s. 35.

⁷⁶ Tufan, E. Davranışsal Finans, Maj Yayınevi, Ankara 2006, s. 75.

⁷⁷ Kibar, A. F. Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Asimetrik Bilgi Sorunsalı ve Çözüm Yolları, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, C. 4, S. 2, 2018, s. 187-210, s. 189.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, sermaye piyasalarında değer üzerinde etkisi olabilecek tüm bilgilerin doğru, eksiksiz ve zamanında ve herhangi bir talebe gerek duyulmaksızın, şirketlerin faaliyetlerine ilişkin önemli bilgilerin kamuya açıklanmasını amaçlayan temel düzenleyici ilkedir.⁷⁸ Bu sayede yatırımcıların fon büyüklüklerine bakılmaksızın ayrıcalıklar ortadan kalkacak, rekabetçi ve şeffaf bir piyasa ortamı sağlanmış olacaktır. Yatırımcıların tam ve zamanında bilgilendirildiği piyasalarda ise haksız kazanç ve hileli işlem ihtimali oldukça düşecek ve böylece piyasa kendi güvenliğini sağlamış olacaktır.⁷⁹ Nitekim Poroy, bu ilkeyi açıklarken anonim ortaklıkları camdan bir evde yaşamak metaforuyla tanımlamaktadır.⁸⁰ Bu benzetmenin temelinde, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün anonim ortaklıkların tüm faaliyetlerine ilişkin olarak kamuoyunun doğru ve yeterli bilgiye ulaşmasını sağlamayı amaçlaması ve bu doğrultuda şirketlere ciddi yükümlülükler getiren temel bir ilke olarak kabul edilmesi yatmaktadır.

Özellikle büyük pay sahiplerinin büyük çaplı yatırımları yönlendirdiği piyasalarda, küçük yatırımcıların korunması zorunludur.⁸¹ Aksi hâlde, şirketlerin büyük pay sahiplerine imtiyazlar tanınması riski doğacak ve bu da piyasanın adil işleyişine zarar verebilecektir.⁸² Bu sebeplerden ihraççılara yatırımcıları ilgilendiren her türlü bilgiyi tam ve doğru olarak derhal kamuya açıklama zorunluluğu getirilmiştir. Bu bilgilerin kamuya duyurulana kadar gizli kalması zorunlu olup, gizliliğini sağlamak ihraççıların yükümlülüğüdür.⁸³

Kamuyu aydınlatma ilkesi, sermaye piyasalarındaki en önemli düzenleyici ilkelerden biri olmakla birlikte, kurumsal yönetim ilkeleriyle de doğrudan bağlantılıdır. Kurumsal yönetim anlayışı, OECD'nin "Kurumsal Yönetim İlkeleri ve

⁷⁸ Manavgat, Ç. Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016, s. 187.

⁷⁹ Hacımahmutoğlu, S. "AT Düzenlemeleri Işığında 'İçeriden Öğrenilen Bilgi' Kavramının Değerlendirilmesi", Turgut Kalpsüz'e Armağan, Ankara 2003, s. 161 vd.

⁸⁰ Poroy, R. – Tekinalp, Ü. – Çamoğlu, E. Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku (13. Bası), Beta Yayınları, İstanbul 2021, s. 359.

⁸¹ Manavgat (2016), s. 194.

⁸² Karababa, S. Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Seçkin Yayıncılık, 2001, s. 50.

⁸³ Yanlı, V. Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, Beta Yayınları, 2005, s. 141.

Uygulamaları" başlıklı çalışmasıyla dört temel prensibe ayrılmıştır. Bunlar adillik, şeffaflık ve kamuyu aydınlatma, hesap verebilirlik ve sorumluluktur. Bu ilkeler, şirketlerin yönetim süreçlerinde etkinliği sağlamak ve piyasa güvenilirliğini artırmak amacıyla benimsenmiştir. Kurumsal yönetimin sağlanabilmesi için şirketlerin adil, hesap verebilir ve şeffaf bir yönetime sahip olması gerekmektedir.⁸⁴ Bu ilkelerin korunabilmesi için sermaye piyasasında faaliyet gösteren tüm aktörlerin şeffaf davranması gerekmektedir. Nitekim, şeffaf yönetimin hâkim olduğu piyasalarda içeriden öğrenenlerin ticaretine dair suçların oldukça sınırlı olduğu gözlemlenmektedir.⁸⁵

İçeriden öğrenenlerin ticaretine konu bilginin en temel özelliği, bilginin kamuya açıklanmamış olmasıdır. Bu nedenle, içeriden öğrenenlerin ticareti ile kamuyu aydınlatma kavramları doğrudan ve ayrılmaz biçimde birbirine bağlıdır.⁸⁶ Kamuya açıklanması gereken bilgiler, bazen Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK) belirtilen ve düzenli olarak kamuya açıklanması gereken raporlardan, bazen ise Sermaye Piyasası Kanunu ve Özel Durumlar Tebliği'nde belirtilen özel bilgilendirme yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Özel Durumlar Tebliği'nin 5. Maddesi uyarınca, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek ya da yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek bilgilerin derhal kamuoyuna açıklanması zorunludur. Bu doğrultuda, kamuyu aydınlatma ilkesi etkin bir şekilde işletildiğinde, içsel bilginin gizliliği ortadan kalkacak yahut bilginin kullanımı için zaman kalmayacağından içeriden öğrenenlerin ticareti riskinin büyük ölçüde önüne geçilecektir.

Bu kapsamda, içsel bilginin kamuya açıklanmasının hukuki sonuçlarına ilişkin çeşitli görüşler ileri sürülmüştür. Bir görüşe göre bu bilgiler usulüne uygun olarak kamuya açıklandığı anda içsel bilgi niteliğini kaybedecektir.⁸⁷ Farklı bir görüşe göreyse içsel bilgilerin kamuya açıklanması için mutlaka Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden bildirim yapılması zorunlu değildir. Bu görüşe göre, basın açıklamaları ya da televizyon programlarında kamuoyuna açık şekilde

⁸⁴ Memiş – Turan, s. 43.

⁸⁵ Kibar, s. 197.

⁸⁶ Hacımahmutoğlu (2003), s.152-153

⁸⁷ Aksoy, s. 19.

paylaşılan bilgiler gizlilik niteliğini yitirir ve herkesin erişimine açık hâle gelir. Bu tür durumlarda, söz konusu bilginin artık içsel bilgi vasfı taşımaması nedeniyle, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu kapsamında değerlendirilmesi mümkün değildir.⁸⁸ Ancak Özel Durumlar Tebliği 9.maddeye göre, içsel bilgiler basın-yayın organları veya alternatif iletişim araçları aracılığıyla kamuya açıklanacaksa, bu açıklamaların en geç aynı anda Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda da yayımlanması zorunludur. Bu sebeple Kanun ve düzenlemelerin amacı da dikkate alındığında içsel bilgi vasfının ortadan kaldırılmasını sağlamak için KAP üzerinden usulüne uygun bildirim yapılması daha uygun olacaktır. Böylece piyasanın taraflarının düzenli olarak takip ettiği kaynak üzerinden bilgilendirilmesi sağlanacak ve farklı kaynak arayışına girmeden tam ve eksiksiz bilgilendirme sağlanmış olacaktır.

1.2.2. Tanım ve Gelişimi

Sermaye piyasalarında yatırım arayışı büyük oranda beklentiler üzerinden şekillenmektedir.⁸⁹ Bununla birlikte sermaye piyasalarında fiyat esasen, arz ve talep dengesine göre oluşmaktadır.⁹⁰ Bilgi ise arz ve talep dengesini şekillendiren ve bu yönüyle fiyat oluşumunun temel dayanağını oluşturan en kritik unsurdur.⁹¹ Hal böyleyken henüz kamuya açıklanmamış olan bilgilere sahip olan kişiler, bu bilgilere sahip olmayan kişilere göre çok daha avantajlı bir konumda olup kendilerine hukuka aykırı olarak menfaat sağlayabilmektedirler.⁹² Bilgi asimetrisinin yol açtığı bu eşitsizlik, yatırımcı güveni açısından en ciddi yapısal engellerden biri olarak kabul edilmektedir.⁹³

⁸⁸ Temizsoy, D. Sermaye Piyasasında İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu, Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, YÖK Ulusal Tez Merkezi, 2010, s. 67 vd.

⁸⁹ Çetin, İ. Bilgi Suistimali Suçu, Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 9, S. 2, 2024, s. 647-675, <https://doi.org/10.38079/dergipark.1346910> , s. 650.

⁹⁰ Dizdar, E. Sermaye Piyasası Hukukunda Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Türkiye Barolar Birliği Dergisi, S. 159, 2022, s. 259-271, s. 263.

⁹¹ Aksoy, s. 1.

⁹² Eckbo, B. E. – Smith, D. C. “The Conditional Performance of Insider Traders”, The Journal of Finance, 1998 s. 470; Easley, D. – O’Hara, M. “Price, Trade Size, and Information in Securities Markets”, Journal of Financial Economics, C. 19, S. 1, 1987, s. 69-90, s. 73.

⁹³ Manavgat (2017), s.32-33

İçeriden öğrenenlerin ticareti veya yeni adıyla bilgi suistimali⁹⁴, 6362 sayılı Kanun'un 106. Maddesine göre “*Sermaye piyasası araçlarının değerine veya yatırımcıların yatırım kararlarına etkide bulunabilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgilere doğrudan veya dolaylı olarak sahip olan kişilerin, bu bilgileri kendi veya başkaları lehine sermaye piyasası araçlarında alım satım yaparak veya başka şekillerde kullanması, bilgiyi yetkisiz kişilere açıklaması veya yayması*” olarak tanımlanmıştır.

Bir diğer tanımlamaya göre, içeriden öğrenenlerin ticareti, içeriden öğrenenlerin şirket hakkında henüz kamuya açıklanmamış bir bilgiye sahip olarak paylar üzerinde işlem yapmasıdır.⁹⁵ Daha geniş bir anlamda ise sermaye piyasasında önemli ölçüde fiyat dalgalanmalarına yol açabilecek nitelikteki, henüz kamuya açıklanmamış gizli bilgilerin, bu bilgilere görev, meslek veya statüleri aracılığıyla erişim sağlayan kişilerce kullanılarak, bu bilgilerin kamuya açıklanmasından önce doğrudan ya da dolaylı yoldan işlem yapılmasıyla kazanç elde edilmesi veya olası zararlardan kaçınılması olarak tanımlanabilir.⁹⁶ Bu tanımlar çerçevesinde, içeriden öğrenenlerin ticaretinden söz edilebilmesi için, sermaye piyasasında işlem gören araçlara ait payların değerini etkileyebilecek nitelikte içsel bir bilginin varlığı ve bu bilginin kişi tarafından kendisi ya da başkası lehine kullanılmış olması gereklidir.⁹⁷ Daha sade bir ifadeyle, içeriden öğrenenlerin ticareti, ihraççı şirkete ait gizli bilgilerin kişisel menfaat amacıyla kullanılarak işlem yapılmasıdır. Bu menfaat kar sağlama olabildiği gibi zarardan kaçınma şeklinde de gerçekleşebilir.⁹⁸

Amerika Birleşik Devletleri (ABD) içtihatlarına göre ise, içeriden öğrenenlerin ticareti, menkul kıymetlerle ilgili ve henüz kamuya açıklanamamış bilgilere sahip

⁹⁴ Öğretide isminin değiştirilmesine birtakım tepkiler gelmiştir. Turanboy, A. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçunun "Bilgi Suistimali" Olarak Adlandırılmasının Eleştirisi, içinde: S. Arkan – K. Özkorkut – M. Gürel – U. Tekin – İ. Bektaş (Ed.), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2015, s. 749-828.

⁹⁵ Tekinalp, Ü. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Sorunu, İktisat ve Maliye Dergisi, C. 13, S. 9, 1986, s. 310-319, s. 314

⁹⁶ Aksoy, s. 5.

⁹⁷ Turanboy, A. İnsider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1990, s. 21.

⁹⁸ Hacimahmutoğlu (2003), s.162-163.

olarak menfaat sağlanması veya bu bilgilerin başkalarına verilmesi yoluyla sadakat ve güven yükümlülüğünün ihlal edilmesidir.⁹⁹ Çalışmamız içeriğinde daha sonra ayrıntıları ile değinileceği üzere ABD içeriden öğrenenlerin ticareti tanımının temelinde sadakat yükümlülüğü bulunmaktadır. Nitekim Securities and Exchange Commission- Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), 2018 yılında yaptığı bir tanıma göre şirket içinde belirli görevlerde bulunan yöneticilerin, henüz kamuya açıklanmamış ve menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek özel bilgileri, kendi lehlerine kazanç sağlamak amacıyla kullanmaları, içeriden öğrenenlerin ticareti kapsamında değerlendirilmektedir.¹⁰⁰

AB düzenlemelerine göre ise içeriden öğrenenlerin ticareti, kişinin sahip olduğu içsel bilgiyi doğrudan veya dolaylı biçimde kendisine veya başkasına menfaat sağlamak amacıyla kullanmasıdır.¹⁰¹

Özellikle son yıllarda bilgi teknolojilerindeki hızlı gelişmelerin etkisiyle, içeriden öğrenenlerin ticareti yalnızca ulusal bir mesele olmaktan çıkmış; küresel piyasaların ortak ve sistematik bir sorunu haline gelmiştir.¹⁰² Bu nedenle, devletler tarafından denetim ve yaptırım mekanizmalarının oluşturulması zorunlu hale gelmiştir. Genel kabule göre, bilgi asimetrisi özellikle zayıf ya da yarı-zayıf formdaki piyasa yapılarında sorun teşkil etmektedir.¹⁰³ Zira iyi düzenlenmiş güçlü piyasalarda, tarafların bilgiye eşit koşullarda erişimi mümkün olacak ve bu sayede

⁹⁹ ABD hukukunda içeriden öğrenenlerin ticareti kanunda açıkça tanımlı değildir; 1934 tarihli Exchange Act §10(b) ile SEC'in Rule 10b-5 düzenlemesi genel hile/aldatma yasağını koyar; kavramın unsurları ise Yüksek Mahkeme içtihadıyla şekillenmiştir. Chiarella kararı, sırf esaslı ve kamuya açıklanmamış bilgiye sahip olmanın yetmeyeceğini, sorumluluğun güven/sadakat ilişkisine dayalı açıklama ya da işlemden kaçınma yükümlülüğünün ihlaline bağlı olduğunu vurgular. Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980); Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983). Ayrıca bkz. Evik, A. H. Bilgi Suistimali Suçu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, S. 2, 2019, s. 163-214, s. 168.

¹⁰⁰ Securities and Exchange Commission. Commission Statement and Guidance on Public Company Cybersecurity Disclosures, 2018, <https://www.sec.gov/files/rules/interp/2018/33-10459.pdf>.

¹⁰¹ European Parliament and Council. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Market Abuse (Market Abuse Regulation) and Repealing Directive 2003/6/EC and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, Official Journal of the European Union, L 173, 2014, s. 1-61, <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj/eng>

¹⁰² Aksoy, s. 2.

¹⁰³ Gündoğdu, A. Türk Sermaye Piyasasında Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçu Düzenlemelerinin İrdelenmesi, Maliye ve Finans Yazıları, S. 108, 2017, s. 9-25, s. 10.

piyasa şeffaflığı temin edilecektir. Hal böyle iken, iyi düzenlenmiş bir piyasa yapısının varlığı ülkeler açısından önemli bir başlık haline gelmiştir.

Bu amaçla içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin ilk düzenlemeler 1934 yılında ABD’de yapılmaya başlanmıştır. ABD hukukunda içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin hukuki yapının temelini oluşturan 1934 tarihli Securities Exchange Act,(SEA) dünya genelinde bu alandaki ilk düzenleme örneklerinden biri olarak kabul edilmiştir.¹⁰⁴ Bununla birlikte, insider trading¹⁰⁵ terimi 1984 yılında kabul edilen Insider Trading Sanctions Act ile birlikte kavram olarak yerleşiklik kazanmıştır.¹⁰⁶ Bu Kanun’un kabulünden 2008 yılına kadar geçen süreçte açılan çok sayıda önemli dava, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin kavram ve düzenlemelerin şekillenmesinde rol oynamıştır. Ancak özellikle 2008 küresel finans krizi sonrasında, devletler daha kapsamlı ve etkin denetim ile yaptırım mekanizmalarının oluşturulmasını zorunlu görmüşlerdir.¹⁰⁷ Kriz sonrası dönemde yatırımcıların piyasaya olan güveninin yeniden inşa edilmesi ve sermayenin piyasadan uzaklaştırılmasının önlenmesi amacıyla küresel ölçekte ciddi reformlar gerçekleştirilmiştir.¹⁰⁸ Bu reformların merkezinde şeffaflık düzenlemeleri ve kamuoyu bilgilendirme yükümlülüklerinin daha net şekilde tanımlanması ve daha sıkı denetleme mekanizmalarının hayata geçirilmesi bulunmaktadır.¹⁰⁹

Türkiye de küresel bir sorun haline gelen bu suçla sürekli olarak mücadele etmektedir. Özellikle son yıllardaki ekonomik dalgalanmalar ve süregelen yüksek

¹⁰⁴ Securities Exchange Act of 1934 (1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu), 6 Haziran 1934 tarihinde ABD Kongresi tarafından kabul edilmiş ve dönemin Başkanı Franklin D. Roosevelt tarafından imzalanarak yürürlüğe girmiştir. Bu yasa ile birlikte Securities and Exchange Commission (SEC) yani ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu kurulmuş ve sermaye piyasalarının düzenlenmesi ve denetimi bu kuruma verilmiştir. Yasa, günümüzde hâlen geçerli olup zamanla çeşitli değişikliklere uğramıştır.

¹⁰⁵ Insider Trading kavramının günümüz koşullarına uymadığına çünkü artık bu suçun yalnızca şirket içinde bulunan kişileri ifade etmediğine dair görüş için Wang – Steinberg, s. 2 vd.

¹⁰⁶ Insider Trading Sanctions Act of 1984 (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Yaptırımları Yasası), ABD Kongresi’nin 98. Döneminde H.R. 559 olarak sunulmuş ve 1984 yılında yasalaşmıştır.

¹⁰⁷ International Monetary Fund. Regulatory Reform 10 Years After the Global Financial Crisis: Looking Back, Looking Forward (Chapter 2), içinde: Global Financial Stability Report, October 2018: A Decade After the Global Financial Crisis: Are We Safer?, International Monetary Fund, 2018, <https://doi.org/10.5089/9781484375594.082>, s. 2.

¹⁰⁸ İşcan, İ. H. 2008 Küresel Finans Krizi: Neo-Liberal Finansal Sistemin İflası ve Uluslararası Para Fonu’nun Kurumsal Sorgusu, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, S. 641, 2018, s. 103-132, s. 116 vd.

¹⁰⁹ International Monetary Fund (2018), s. 69.

enflasyon sebebiyle Borsa İstanbul yüksek işlem hacimlerine şahit olmuştur.¹¹⁰ Bu durum, içeriden öğrenen kişiler açısından daha geniş ölçekli işlem yapma fırsatları doğurmuştur.¹¹¹ Yapılan araştırmalar, içeriden öğrenenlerin Borsa İstanbul'da gerçekleştirdikleri alım ve satım işlemleri sayesinde normalin çok üstünde getiri performansları sağladıklarını gözler önüne sermiştir.¹¹² Gerçekleştirilen başka bir araştırmada ise Türkiye'de şirket birleşmeleri ve satın almaları sırasında içeriden öğrenenlerin ticareti vakalarının sıklıkla görüldüğü ortaya konulmuştur.¹¹³ Bu bulgular, sermaye piyasalarında şeffaflık ve eşitlik ilkesine duyulan ihtiyacın nedeni büyük olduğunu gözler önüne sermektedir. Gerçekten de bazı araştırma sonuçları Borsa İstanbul'un güçlü ya da yarı güçlü formda tam anlamıyla etkin bir piyasa niteliğini henüz taşımadığını göstermektedir.¹¹⁴ Bu bulgu piyasada işlem gören varlıkların fiyatlarının mevcut bilgileri tam olarak yansıtmadığını ve piyasa etkinliğinin sınırlı düzeyde olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak bu durum, sadece Türkiye'ye özgü bir sorun değildir.

Gerçekten de Küresel Ekonomik Suçlar Raporu'nda¹¹⁵, hileli beyanlardan sonra piyasa açısından en büyük tehditlerden birinin içeriden öğrenenlerin ticareti olduğu belirtilmektedir. Özellikle son yıllarda bu suç, beyaz yaka suçları arasında en hızlı artış gösteren suç türlerinden biri haline gelmiştir.¹¹⁶ Bu durum, özellikle sermaye girişine ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler açısından yapısal bir tehdit oluşturmaktadır. Yapılan araştırmalarda ABD senatörlerinin dahi önemli içsel bilgileri kullandıkları ve bu bilgiler sayesinde çok ciddi menfaatler temin ettikleri

¹¹⁰ Usta, E. Borsada Hacim Aralık'taki Zirvenin Üçte Birine Geriledi, Bloomberg HT, 28 Mart 2023, <https://www.bloomberght.com/borsada-hacim-aralik-taki-zirvenin-ucte-birine-geriledi-2328946>

¹¹¹ Ünal, s. 159.

¹¹² Tahaoğlu, C. – Güner, N. An Investigation of Returns to Insider Transactions: Evidence from the Istanbul Stock Exchange, Boğaziçi Journal, C. 25, S. 1, 2011, s. 57-77, s. 74; Ünal, s.171.

¹¹³ Ünver, U. Şirket Birleşme ve Şirket Satın Alımları Öncesi İçeriden Öğrenenlerin Ticareti, Yüksek Lisans Tezi, Beykent Üniversitesi, Yükseköğretim Kurulu Ulusal Tez Merkezi, 2014, s. 82.

¹¹⁴ Tahaoğlu – Güner, s. 57.

¹¹⁵ PricewaterhouseCoopers. Global Economic Crime and Fraud Survey: Fraudulent Activities and Their Impact on Organizations Worldwide, 2018, <https://www.pwc.com/gx/en/services/forensics/economic-crime-survey.html>

¹¹⁶ PricewaterhouseCoopers

ortaya çıkmıştır.¹¹⁷ Özellikle COVID-19 pandemisinin ekonomik etkileri halka duyurulmadan önce bazı ABD senatörlerinin borsalarda yüksek miktarda pay satışı gerçekleştirdiği ortaya çıkmıştır.¹¹⁸ Bu durum her ne kadar içeriden öğrenenlerin ticareti yasağı çerçevesinde hukuki incelemeye tabi tutulmuş olsa da sonuçları caydırıcılıktan çok uzaktır.¹¹⁹ Ancak her koşulda bu alanın düzenlemelerden uzak halde bırakılması mümkün değildir. Sonuç olarak, bu ve benzeri fiiller yatırımcıların piyasadan uzaklaşması, fona erişim ihtiyacı duyan şirketlerin sermayeye daha yüksek maliyetlerle ulaşmasına yol açmakta ve bu da ekonomik büyüme süreçlerini ciddi şekilde yavaşlatmaktadır.

1.2.3. Türk Hukukunda Gelişim Süreci ve Yaptırımları

Türkiye, özellikle 1980'li yıllarda etkisini artıran liberal ekonomik politikaların etkisiyle sermaye piyasalarının düzenlenmesine yönelik çeşitli yasal ve kurumsal girişimlerde bulunmuştur.¹²⁰ Ancak 1981 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı ilk Sermaye Piyasası Kanunu'nda içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin özel bir düzenleme yer almamıştır. 2499 sayılı mülga Kanun, 2008 tarihli 5728 sayılı Kanun'la¹²¹ yeniden düzenlenmiş ve 47/A-1 maddesi uyarınca içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin açık bir tanım getirilmiştir. Buna göre; *"Henüz kamuya açıklanmamış ve sermaye piyasası araçlarının değerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgileri, bu bilgilere sahip oldukları görev veya ilişkileri nedeniyle öğrenen kişiler ile bu kişilerden doğrudan veya dolaylı olarak bu bilgileri elde eden kişilerin, bu bilgileri kendi veya başkalarının menfaatine kullanmaları, bu bilgileri başkalarına açıklamaları veya bu bilgileri diğer kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullandırmaları yasaktır."*

¹¹⁷ Blau, B. M. – Griffith, T. G. – Whitby, R. J. On the Ethics of "Non-Corporate" Insider Trading, Journal of Business Ethics, C. 177, S. 1, 2022, s. 79-93, <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04739-x>, s. 80.

¹¹⁸ Kelly, J. Senators Accused of Insider Trading, Dumping Stocks After Coronavirus Briefings, Forbes, 20 Mart 2020, <https://www.forbes.com/sites/jackkelly/2020/03/20/senators-accused-of-insider-trading-dumping-stocks-after-coronavirus-briefings/>

¹¹⁹ ABD'de gerçekleşen her iki olayda da senatörler herhangi ceza almamışlardır. Bknz. s.103-105

¹²⁰ Temizsoy, s.49

¹²¹ 5728 sayılı "Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" Türkiye'de 8 Şubat 2008 tarihinde kabul edildi ve 23 Şubat 2008 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi.

2499 sayılı Kanunda yapılan değişikliklerin ardından, yabancı sermaye girişı ve teknolojik gelişmelerin etkisiyle sermaye piyasaları hızlı bir büyüme sürecine girmiştir.¹²² 2008 yılında ABD’de başlayan küresel finansal krizin ardından hem ABD hem de AB sermaye piyasalarında yeni ve sıkı bir düzenleme süreci başlatılmıştır. Bu doğrultuda, Avrupa Birliği müktesebatına uyum sağlamak amacıyla hazırlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 2012 yılında kabul edilerek yürürlüğe girmiştir. 6362 sayılı Kanun ile söz konusu suç bilgi suistimali olarak adlandırılmıştır. Günümüze gelen kadar söz konusu kanun üzerine birçok tebliğ¹²³ ve rehber çıkartılarak suça dair düzenlemeler ve yaklaşımlar netleştirilmiştir.

Türkiye’nin güncel sermaye piyasası mevzuatı, büyük ölçüde AB müktesebatına uyumlu olarak hazırlanmış ve bu doğrultuda yüksek düzeyde bütünleşme sağlamıştır.¹²⁴ Yalnızca kanun düzeyinde değil; Özel Durumlar Tebliği, bu tebliğe dayalı olarak yayımlanan Özel Durumlar Rehberi ile Piyasayı Bozucu Eylemler Tebliği de içeriden öğrenenlerin ticaretine dair önemli düzenlemeler olarak yerini almıştır.

Her ne kadar Türkiye, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin mevzuat bakımından gelişmiş ülke düzenlemelerine benzer bir yapıya sahip olsa da yazarın bilgisine göre son yıllarda kamuoyuna açık ve kapsamlı biçimde duyurulmuş bir içeriden öğrenenlerin ticareti davasına rastlanılamamıştır.¹²⁵

¹²² Töre, İ. Geçmişten Günümüze Türkiye’de Yabancı Sermaye Mevzuatı, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 19, S. 3-4, 2015, s. 123-148, s. 133-140.

¹²³ Bknz. II-17.1. Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği; II-15.1. Özel Durumlar Tebliği; II-5.1. Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Tebliği; III-39.1. Yatırımcıların Tazminine İlişkin Tebliği; III-45.1. İşlem Yasakları ve İzleme Tebliği; Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği; Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçları Hakkında Bildirim Yükümlülüğü Tebliği; Özel Durumlar Tebliği.

¹²⁴ European Commission. Turkey 2014 Progress Report (SWD(2014) 307 Final) [Commission Staff Working Document], 8 Ekim 2014, https://www.ab.gov.tr/files/ilerlemeraporlari/2014_progress_report.pdf

¹²⁵ Sermaye Piyasası Kurulu’nun yayınladığı yıllık faaliyet raporlarına göre, 2020 yılından itibaren Sermaye Piyasası Kurulu’nun bilgi suistimali kapsamında yürüttüğü denetim faaliyetleri açısından yıllar itibarıyla farklılaşan bir tablo ortaya çıkmaktadır. 2020 yılında toplam 46 denetim gerçekleştirilmiş ve bunların sonucunda 3 adet yazılı başvuru yapılmıştır. 2021 yılında denetim sayısı 10’a düşmüş, buna karşılık 1 yazılı başvuru gerçekleştirilmiştir. 2022 yılında ise 20 denetim yapılmış, fakat herhangi bir yazılı başvuruya gidilmemiştir. Benzer şekilde 2023 yılında 22 denetim yapılmış, yazılı başvuru sayısı ise 0 olarak kaydedilmiştir. En güncel veri olan 2024

1.2.3.1. Yaptırımları

Türk hukuk sisteminde, genel olarak ekonomik suçlara ekonomik yaptırımlar uygulanması benimsenmiş olsa da sermaye piyasalarının ekonomik sistem içerisindeki stratejik önemi nedeniyle, içeriden öğrenenlerin ticareti gibi suçlarda hapis cezasına da yer verilmiştir. Ancak 6362 sayılı yürürlükteki Sermaye Piyasası Kanunu, önceki düzenlemeye kıyasla fail lehine daha hafif cezai hükümler içermektedir. Örneğin, mülga kanunda suçtan elde edilen menfaatin en az üç katı oranında adli para cezası öngörülmekteyken, 6362 sayılı yeni düzenleme bu oranı iki katından az olmamak üzere yeniden belirlemiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesi, bilgi suistimali suçunu işleyen kişiler için 3 yıldan 5 yıla kadar hapis cezası veya adli para cezası öngörmektedir. Adli para cezasına karar verilmesi halinde, bu cezanın tutarı suçtan elde edilen menfaatin iki katından az olmayacaktır. Ancak, yüksek enflasyonun egemen olduğu ekonomik koşullarda, ekonomik suçlara ilişkin para cezalarının reel caydırıcılığı zaman içinde ciddi şekilde azalmaktadır.¹²⁶ Bu da cezaların toplumsal caydırıcılığını zayıflatmakta ve adalet duygusunun zedelenmesine neden olmaktadır.¹²⁷

ABD'de içeriden öğrenenlerin ticaretiyle elde edilen menfaatin hesaplanmasında, menkul kıymetin alış ve satış fiyatı ile içsel bilginin kamuya açıklanması sonrasında oluşan fiyat farkı temel alınmaktadır.¹²⁸ Başka bir ifadeyle, işlem anındaki fiyat ile bilginin açıklanmasından sonra oluşan piyasa fiyatı arasındaki fark, menfaatin belirlenmesinde temel ölçüt olarak kullanılmaktadır. Türkiye'de

yılında ise 25 denetim yapılmış ve bunların sonucunda 1 yazılı başvuru yapılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu. SPK İdare ve Faaliyet Raporları, <https://spk.gov.tr/yayinlar/spk-idare-faaliyet-raporlari>

¹²⁶ Kemaloğlu, Ç. T. Enflasyona Direnen Yaptırım: Adli Para Cezasının Reel Değerinin Azalması Üzerine Karşılaştırmalı Bir İnceleme, Akdeniz Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 13, S. 2, 2023, s. 913-933, s. 917.

¹²⁷ Kemaloğlu, s.916.

¹²⁸ Elde edilen kâr, şirkete maksimum geri ödeme sağlamak üzere hesaplanır. Hasar ölçüsü, altı aylık kısa süreli dönem içerisindeki herhangi bir alım-satım ya da satım-alım işlemi ile hesaplanır; bu "en düşük alış fiyatıyla, en yüksek satış fiyatı" kuralı olarak bilinir. BioVest International, Inc. Insider Trading Compliance Manual (Exhibit 99.5), içinde: EDGAR Filing (File No. 0001193125-04-51976) [Exhibit to Form 8-K], U.S. Securities and Exchange Commission, 15 Mart 2004, erişim tarihi: 28 Ağustos 2025, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/704384/000119312504051976/dex995.htm>

ise ABD'den farklı olarak, işlem öncesi ve sonrası fiyat farkı dikkate alınmamakta; yalnızca failin elde ettiği net kazanç esas alınmaktadır. Net kazanç, alım-satım işlemleri sonucunda elde edilen tutardan işlem masrafları, komisyonlar ve vergilerin düşülmesiyle hesaplanan gerçek kazançtır.¹²⁹ Bu nedenle, içsel bilginin kamuya açıklanmasının ardından ortaya çıkan piyasa fiyatı farkı, Türk uygulamasında doğrudan menfaat ölçütü olarak kabul edilmemektedir.

Öte yandan, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 114. maddesi, tüzel kişiler hakkında uygulanabilecek güvenlik tedbirlerini düzenlemektedir. Bu maddeye göre, içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasa dolandırıcılığı suçlarının bir tüzel kişi lehine işlenmesi hâlinde, ilgili tüzel kişi hakkında Türk Ceza Kanunu'nda öngörülen güvenlik tedbirlerine hükmolunabilir. Bu kapsamda, Türk Ceza Kanunu'nun 60. maddesi, tüzel kişilere uygulanabilecek güvenlik tedbirlerini ayrıntılı şekilde düzenlemektedir. Maddeye göre, bir tüzel kişinin faaliyetleri sırasında suç işlenmesi halinde, ilgili faaliyetin geçici olarak durdurulması ya da tamamen yasaklanması kararlaştırılabilir. Ayrıca, suçun işlenmesinde kullanılan araçlara el konulması da güvenlik tedbiri kapsamında mümkündür. Ancak bu güvenlik tedbirleri, yalnızca ilgili suç bakımından kanunun açıkça tüzel kişilere sorumluluk yüklediği hâllerde uygulanabilir.¹³⁰

¹²⁹ Evik – Evik, s. 201.

¹³⁰ Centel, N. Ceza Hukukunda Tüzel Kişilerin Sorumluluğu – Şirketler Hakkında Yaptırım Uygulanması, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 4, 2016, s. 3313-3326, s. 3315.

2. BÖLÜM

İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI

2.1. GENEL OLARAK İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI

Türk hukukunda içeriden öğrenen olarak ifade edilen kavram, Anglo-Amerikan hukuk sisteminde insider, tipper ve tippee gibi terimlerle adlandırılmaktadır. Genel bir tanım yapmak gerekirse, içeriden öğrenen kavramı, herhangi bir şekilde içsel bilgiye erişimi olan kişileri ifade eder.¹³¹ Başka bir tanıma göre içeriden öğrenen, henüz kamuya açıklanmamış ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki gerçek bilgilere sahip olan kişi olarak tanımlanır.¹³²

Piyasanın korunması açısından bakıldığında içeriden öğrenen; kamuya açıklanmamış, ancak sermaye piyasası araçlarının değerlerini önemli ölçüde etkileyebilecek bilgilere, mesleği, görevi veya sosyal ilişkileri sebebiyle erişim sağlayan kişidir.¹³³ İçeriden öğrenenler, eğer bu bilgileri menfaatleri doğrultusunda kullanırlarsa bu durumda içeriden öğrenenlerin ticareti suçu işlenmiş olacaktır.¹³⁴ İçeriden öğrenenler, içsel bilgileri kişisel menfaatleri doğrultusunda kullandıklarında, öncelikle diğer yatırımcıların, ardından bağlı buldukları şirketlerin ve nihayetinde kamunun zarar görmesine neden olabilirler. Bu nedenle, içeriden öğrenen kavramı neredeyse tüm ülkelerin sermaye piyasalarında en dikkatle izlenen olgulardan biri hâline gelmiştir.¹³⁵

ABD’de Texas Gulf davasında¹³⁶ mahkeme tarafından kullanılan tanıma göre ise içeriden öğrenen, şirkette çalışan kişilerin buldukları konum gereği şirket hakkında kamuya açıklanmamış önemli bilgilere sahip olan çalışan, yönetici veya

¹³¹ Turanboy, s. 75.

¹³² Şenol, C. İçeriden Öğrenilen Bilgi ve İçeriden Öğrenen Kavramlarının Ceza Hukuku Açısından İncelenmesi, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 2, S. 2, 2012, s. 126-145, s. 140.; Arslan, s. 126.

¹³³ Duman, B. Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Bilgi Suistimali (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti) Suçu, Kırıkkale Hukuk Mecmuası, C. 2, S. 2, 2022, s. 389-409, s. 394.

¹³⁴ Bainbridge, S. M. Insider Trading Law and Policy (2. Baskı), Foundation Press, 2023, s. 92.

¹³⁵ Goshen, Z. – Parchomovsky, G. The Essential Role of Securities Regulation, Duke Law Journal, C. 55, S. 4, 2006, s. 711-782, s. 713.

¹³⁶ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1301 (2d Cir. 1971).

pay sahipleridir.¹³⁷ İçeriden öğrenen kavramı, başlangıçta içsel bilgiye erişimi olan kişilerin, çalıştıkları veya bağlantılı oldukları şirketlere karşı güven ve sadakat yükümlülüğü altında oldukları esasına dayanan mahkeme içtihatları çerçevesinde şekillenmiştir.¹³⁸ Bu yaklaşım, esasen şirket yöneticileri ve çalışanlarının, şirketin menfaatlerini gözetme ve sahip oldukları gizli bilgileri kişisel çıkarları doğrultusunda kullanmaktan kaçınma yükümlülüklerine dayanmaktadır. Verilen ilk yargı kararları, içeriden öğrenenlerin yalnızca çalıştıkları şirkete karşı yükümlü olduklarını kabul ederek, düzenlemelerin merkezine şirket menfaatlerinin korunmasını yerleştirmiştir.¹³⁹ Ancak zaman içinde bu yaklaşımın piyasalarda adaleti sağlamada yetersiz kaldığı görülmüştür. Zira içeriden öğrenenlerin ticaretini yalnızca şirket içi aktörlerle sınırlayan bu model, yasa koyucuların öngördüğü güvenli ve şeffaf piyasa yapısını sağlamakta yetersiz kalmıştır.

Süreç içerisinde, içeriden öğrenenlerin ticaretine dair mahkeme içtihatları gelişerek, söz konusu kişilerin yalnızca şirketlere değil, piyasa bütününe karşı sorumlulukları olduğu ve tüm yatırımcılara karşı sadakat ve güven yükümlülüğü taşıdığı yönündeki anlayışı beraberinde getirmiştir.¹⁴⁰ Bu içtihadi dönüşüm sonucunda içeriden öğrenenlerin ticareti, yalnızca şirket içi güven ihlali olarak değil, piyasa bütünlüğüne ve yatırımcı güvenine zarar veren sistemsel bir problem olarak değerlendirilmeye başlanmıştır. Bu yaklaşım, günümüz sermaye piyasası düzenlemelerinde, içsel bilgiye sahip kişilerin yalnızca şirketlere değil, yatırımcılara ve piyasanın tamamına karşı adil davranma yükümlülüğünü haiz oldukları ilkesini yerleştirmiştir.¹⁴¹

Sonuç olarak bu ayrımı tanımlayan, kişi temelli ve bilgi temelli yaklaşımlar netleşmiştir. ABD'de 1934 tarihli Securities Exchange Act'in 10b-5¹⁴² sayılı Kuralı

¹³⁷ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1301 (2d Cir. 1971)

¹³⁸ Aksoy, s. 30.

¹³⁹ Aksoy, s..24.

¹⁴⁰ Painter, W. H. Insider Trading—Materiality and the Cady, Roberts Case, Duke Law Journal, 1965(2), s. 277-296, s. 288.

¹⁴¹ Esen – Acar – Kocabaş, s.949.

¹⁴² U.S. Securities and Exchange Commission. Employment of Manipulative and Deceptive Devices, Rule 10b-5, Securities Exchange Act of 1934, 17 C.F.R. § 240.10b-5, 1942, <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/section-240.10b-5> .

ile 2002 tarihli Sarbanes-Oxley Act¹⁴³ gibi düzenlemeler, içeriden öğrenenlerin piyasa geneline karşı yükümlülüğü ilkesini esas alarak şekillendirilmiştir. Avrupa Birliği düzenlemelerinde ise 2014 tarihli Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü (Market Abuse Regulation- MAR) ile içeriden öğrenenlerin ticareti suçu, yalnızca şirket merkezli değil, piyasa bütünlüğü ekseninde değerlendirilmeye başlanmıştır¹⁴⁴. Bu haliyle günümüz düzenlemelerinde yalnızca şirket çalışanlarının ve paydaşlarının içeriden öğrenen olacağına dair yaklaşımın büyük oranda terkedildiğini söylemek mümkün olacaktır.

2.2. İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMININ UNSURLARI

İçeriden öğrenenlerin ticareti kavramının unsurları iki başlık altında toplanabilir. Bunlar içsel bilgi ve içsel bilgiye erişen kişidir. İlk olarak, içeriden öğrenenlerin ticaretinden söz edilebilmesi için kamuya açıklanmamış ve fiyatı etkileyebilecek nitelikte bir içsel bilginin varlığı gerekir. İkinci unsur ise bilgiye sahip olan kişinin varlığıdır.

Bu kapsamda bilginin kullanılmasının içeriden öğrenen kavramının bir unsuru olması beklenemez. Çünkü içeriden öğrenen kavramı, kamuya henüz açıklanmamış ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki içsel bilgiye ulaşma olanağı bulunan kişileri ifade etmektedir. Buna karşın, içeriden öğrenenlerin ticareti, söz konusu bilginin sermaye piyasası araçları üzerinde işlem yapmak amacıyla kullanılması durumunu kapsamaktadır. Dolayısıyla bir kimsenin içeriden öğrenen olarak nitelendirilebilmesi için bilgiyi fiilen kullanması şart değildir. Bu bilgiye erişim imkânının varlığı yeterli kabul edilmektedir. Nitekim Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesinin üçüncü fıkrasında da içeriden öğrenen sıfatı, bilginin kullanılmasına değil, bilgiye erişim

¹⁴³ U.S. Congress. Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745, 2002, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-107publ204/pdf/PLAW-107publ204.pdf> .

¹⁴⁴ MAR'ın gerekçesinde (özellikle Gerekçe 2 ve md. 1) "piyasa bütünlüğü ve yatırımcı güveni"nin korunan menfaat olarak açıkça hedeflendiğini belirtir; içeriden öğrenenlerin ticareti dâhil piyasa suistimali yasağını piyasa bütünlüğü ekseninde konumlandırır. European Parliament and Council. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Market Abuse (Market Abuse Regulation) and Repealing Directive 2003/6/EC and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, Official Journal of the European Union, L 173, 2014, s. 1–61, <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj/eng>

olgusuna dayandırılmış; bilginin kullanılması ise ayrıca bilgi suistimali suçunun unsuru olarak düzenlenmiştir.

2.2.1. İçsel Bilgi

Sermaye piyasalarında fiyatı oluşturan asli unsur bilgidir.¹⁴⁵ Bu nedenle, şirketlere ya da piyasa dinamiklerine ilişkin bilgilerin kamuya açıklanmasından önce yüksek derecede gizlilikle korunması zorunludur.¹⁴⁶ Aksi halde içsel bilgiyi bilenler ve bilmeyenler arasında ciddi bir bilgi asimetrisi söz konusu olacaktır. Bu ise piyasa ve paydaşlar için ciddi bir tehdit oluşturacaktır.

Türkiye’de sermaye piyasası düzenlemeleri uyarınca her bilgi, içeriden öğrenilen bilgi olarak nitelendirilemez. Bu durum AB-ABD düzenlemelerinde de benzer şekildedir. Bu tanımlamanın yapılabilmesi için içsel bilginin bazı özelliklere sahip olması gerekmektedir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na göre, 106.madde *“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...”* şeklinde bize içsel bilgiye dair tanımı vermiştir. Buna göre bir bilginin içsel bilgi olarak değerlendirilebilmesi için söz konusu bilginin doğrudan veya dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılarla ilgili olması gerekmektedir. Ayrıca, bu bilginin henüz kamuya açıklanmamış olması ve sermaye piyasası araçlarının fiyatını, değerini ya da yatırımcı kararlarını etkileyebilecek niteliğe sahip olması gerekir. Aynı şekilde Özel Durumlar Tebliği¹⁴⁷ de içsel bilgiyi *“Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını*

¹⁴⁵ Baş, S. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Konusundaki Düzenlemelerin Ülkedışı Uygulanabilirliği (Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü), Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara 1999, s. 1.

¹⁴⁶ Özel Durumlar Tebliği (ÖDT) m. 6/1: *“İçsel bilgilere erişimi olan kişiler, söz konusu bilgilerin gizliliğini korumakla yükümlüdür.”* Ayrıca, kamuya açıklama ertelendiği hallerde, gizliliğin tam ve eksiksiz sağlanması zorunluluğu da Tebliğ’de belirtiliyor (m. 6/2 ve devamı). Özel Durumlar Rehberi kamuya açıklama yapılıncaya kadar içsel bilginin gizliliğinin sağlanması gereği detaylandırılmıştır.

¹⁴⁷ İçsel bilgiye dair en net tanımımız Özel Durumlar Rehberi’nde bulunmaktadır. Buna göre içsel bilgiler a) Somut bir olaya ilişkin, b) Rasyonel bir yatırımcının yatırım kararını alırken önemli kabul edebileceği, c) Kamuya açıklanmamış durumlarla ilgili, ç) Bilgiyi kullanan kişiye bu bilgiden haberi olmayan diğer yatırımcılara nazaran avantaj sağlayabilecek olan, d) Kamuya açıklandığı takdirde söz konusu sermaye piyasası aracının değerinde, fiyatında veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etki yaratabilecek, bilgi, olay ve gelişmeler olarak tanımlanır.

veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeler” olarak tanımlamıştır.

Avrupa Birliği mevzuatında da içsel bilgi açık şekilde tanımlanmıştır. Avrupa Birliği’nde içsel bilgi doğrudan veya dolaylı olarak kamuya açıklanmamış, finansal araçlara ve ihraççılara ilişkin olan, kamuya açıklanması halinde finansal araçların fiyatına önemli ölçüde etki edebilme kapasitesine sahip kesin nitelikte bilgidir.¹⁴⁸ Amerikan hukukunda ise içsel bilgi, kamuya açıklanmamış ve özel niteliği taşıyan, bir yatırımcının bu bilgiyi bilmediği takdirde yatırım kararlarını farklı verebileceği bilgidir.¹⁴⁹

Görüldüğü üzere hem Türk mevzuatında hem de esas alındığı Avrupa Birliği (AB) düzenlemelerinde bir bilginin içsel olarak kabul edilebilmesi için benzer şartlar öngörülmektedir. Buna göre, bir bilginin içsel bilgi olarak kabul edilebilmesi için; henüz kamuya açıklanmamış olması, belirlilik taşıması, ihraççılar veya sermaye piyasası araçlarıyla doğrudan ilişkisinin bulunması ve yatırımcı kararları ile fiyat üzerinde etkili olma kapasitesine sahip olması gerekmektedir.¹⁵⁰

2.2.1.1. Belirlilik

AB, 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü ile içsel bilgi kavramını açık ve ayrıntılı biçimde tanımlamıştır. Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü’nün 7/1 maddesine göre içsel bilginin ilk temel niteliği belirliliktir.¹⁵¹

Bu doğrultuda, yalnızca söylentilere dayanan ve somut dayanağı bulunmayan bilgiler içsel bilgi olarak kabul edilmez.¹⁵² Ancak, belirli bir bilgi her zaman doğru olmak zorunda değildir. Önemli olan, bilginin güvenilir bir kaynağa dayanması ve

¹⁴⁸ European Parliament and Council. Regulation (EU) No 596/2014 on Market Abuse (Market Abuse Regulation), Official Journal of the European Union, L 173, 16 Nisan 2014, s. 1–61, <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>

¹⁴⁹ Securities and Exchange Commission. Selective Disclosure and Insider Trading, Federal Register, C. 65, 2000, s. 51716–51740, <https://www.federalregister.gov/documents/2000/08/24/00-21156/selective-disclosure-and-insider-trading> .

¹⁵⁰ AB Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü 7/1 ve Özel Durumlar Rehberin düzenlemelerinde içsel bilginin unsurları olarak aynı anlatımlar mevcuttur.

¹⁵¹ Kesinlik olarak da değerlendirilmeler bulunmakla birlikte açıklamaları aynıdır.

¹⁵² Hacımahmutoğlu (2003), s. 161 vd.

somut bir içeriğinin bulunmasıdır.¹⁵³ Somut verilere dayanmayan ve tamamen sübjektif değerlendirmelere dayanan bilgiler, kesinlik taşımayan ve içsel bilgi niteliği taşımayan bilgiler olarak kabul edilmelidir.¹⁵⁴ Çünkü içeriden öğrenenlerin ticareti suçu kapsamında ele alınan ve önlenmek istenen durum piyasadaki spekülasyon bilgileri dizginlemek değil, kesinliği olan bilgilerin kamuya yayılmamasının getirdiği bilgi asimetrisini önlemektir.¹⁵⁵ Bu kapsamda açıklanan bilgiler üzerinden yapılan analizlerin esaslı bilgi olarak değerlendirilmesi mümkün olmayacaktır.¹⁵⁶ Ancak belirtmek gerekir ki bu durum yapılan araştırma ve analizlerin istihdam ilişkisi dışında elde edilmesi halinde mümkün olacaktır.¹⁵⁷ Bir kişinin, sadece kurum içi erişimle edinilebilecek bir bilgiye dayanarak işlem yapması hâlinde, bu bilgiyi kendi araştırmalarıyla elde ettiğini iddia etse bile içeriden öğrenenlerin ticareti kapsamında sorumluluğu doğabilecektir.¹⁵⁸ Bu anlamda değerlendirmenin, bilginin nasıl elde edildiğinden ziyade, bu bilginin piyasa üzerindeki etkisine ve kullanımının sermaye piyasalarındaki adalet ve eşitlik ilkelerini ihlal edip etmediğine odaklandığını söylemek mümkündür.

Avrupa Birliği'nin 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'ne göre, belirlilik unsuru, gerçekleşmiş olan veya gerçekleşmesi makul ve rasyonel şekilde beklenen olaylar için geçerlidir. Ayrıca, bir sermaye piyasası aracının değerinde potansiyel bir etki yaratabilecek bir sonuca ulaşabiliyorsa, söz konusu bilginin belirlilik niteliğine sahip olduğu kabul edilecektir.¹⁵⁹

Türk hukukunda da içsel bilginin belirliliğine ilişkin düzenlemelerin AB düzenlemeleri ile aynı olduğunu söylemek mümkündür.¹⁶⁰ Bu anlamda tam

¹⁵³ Arslan, s. 55.

¹⁵⁴ Özel Durumlar Rehberi s.21

¹⁵⁵ Şenol, s. 134-135.

¹⁵⁶ Ayrıca Özel Durumlar Rehberinde de bu durum açıklıkla belirtilmiştir. “*Kamuya Açıklanmış Bilgiler Üzerine Yapılan Analizler Sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etki doğurabilecek olsa bile, kamuya açıklanmış bilgiler üzerinde yapılan analizler ve değerlendirmeler içsel bilgi kapsamında değerlendirilmez.*”

¹⁵⁷ Brudney, V. Insiders, Outsiders, and Informational Advantage Under the Federal Securities Laws, Harvard Law Review, C. 93, S. 2, 1979, s. 322-376, <https://doi.org/10.2307/1340451> , s. 322

¹⁵⁸ Wang – Steinberg, s. 142.

¹⁵⁹ Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü (MAR) m.7/2

¹⁶⁰ Bknz. Özel Durumlar Rehberinde s.3-4'de içsel bilginin tanımı doğrudan AB düzenlemeleri ile uyumludur.

anlamıyla kesinlik aranmayacaktır. Belirli bilgi ise soyut söylentilerden uzak ve somut veri içeren bilgi olarak tanımlanabilir. Bu anlamda Özel Durumlar Rehberine göre “a) *Bilginin mevcut olan veya rasyonel bir değerlendirmeyle ortaya çıkması muhtemel olan birtakım koşulların ve olayların göstergesi olması* b) *Bilginin, söz konusu koşulların veya olayların ilgili sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararları üzerindeki etkisini değerlendirmeye yetecek kadar belirli olması gerekir*” denilmiştir. Bu haliyle söylentilere dayanan süreçlerin de hukukumuzda belirlilik şartını sağlamayacağı açıktır.

2.2.1.2. Kamuya Açıklanmamış Olma

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin suç olarak kabul edilmesindeki sebep suçu işleyen kişi ile diğer pay sahipleri arasında oluşan bilgi eşitsizliğidir. Bu bilgi eşitsizliği, taraflardan birinin henüz kamuya açıklanmamış olan bilgiyi elde edip bunu diğerlerinden önce kullanmasından kaynaklanmaktadır. Bu anlamda bir bilginin içsel bilgi sayılabilmesi ancak ve ancak bilginin kamuya açıklanmamış olması durumunda mümkün olacaktır.

Sermaye piyasalarında, sermaye piyasası araçlarının fiyatını veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki tüm bilgiler Özel Durumlar Tebliği m.4/n kapsamında özel durum olarak değerlendirilmektedir. Bu tür bilgilerin gecikmeksizin kamuya açıklanması yasal bir zorunluluk olarak düzenlenmiştir.¹⁶¹ Açıklamaya kadar geçen sürede, söz konusu bilgilerin gizliliği titizlikle korunmalıdır.¹⁶² Açıklamalar açık, anlaşılır bir şekilde ve vakit kaybetmeden yapılmalıdır. Kesinleşmemiş bilgilere ilişkin duyurular ise, mevcut belirsizlikler belirtilerek yayımlanmalıdır. Buna göre Özel Durumlar Tebliği (ÖDT) m.5'e göre şirketin faaliyet konusunu, mülkiyete dair önemli bilgilerini, ihraççıya ilişkin davalarını, şirketin önemli pozisyonunda bulunan yöneticilere ilişkin bilgilerini, yeniden yapılandırma ve pay alım durumlarını, şirketin finansal yapısını, şirketin

¹⁶¹ Özel Durumlar Tebliği m.5 – (1) *İçsel bilgiler ve bu bilgilere ilişkin daha önce kamuya açıklanan hususlardaki değişiklikler ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde ihraççılar tarafından açıklama yapılır.*

¹⁶² Özel Durumlar Rehberi 6.3. *“İhraççılar, erteleme kapsamındaki içsel bilginin gizli tutulması için gerekli tüm tedbirleri almak zorundadırlar.”*

bağlı olduğu ortaklıklara dair değişimleri ilgilendiren her türlü husus kamuoyu ile paylaşılmalıdır.

Bununla birlikte, kamuya açıklanacak bilgilerin yalnızca kapsamı değil, açıklama usulü de oldukça önemlidir. Sermaye piyasası hukukunda kamuya duyuru kavramı, bilginin KAP aracılığıyla geniş ve belirsiz sayıdaki yatırımcının eşzamanlı ve eşit erişimine sunulmasını ifade eder.¹⁶³ Bu bağlamda, belirli bir grup katılımcının yer aldığı konferans, seminer veya kapalı toplantılarda bir bilginin açıklanması, söz konusu bilginin kamuya açıklanmış kabul edilmesi için yeterli değildir.¹⁶⁴ Bu durum 6362 sayılı SPK 15.maddesinde ele alınmış olup açıklamanın yapılmasına ilişkin usul ve esasın Kurulca belirleneceği belirtilmiştir. Özel Durumlar Rehberi, işte bu tür içsel bilgilerin kamuya duyurulması konusundaki prosedürleri net bir şekilde açıklamıştır. Bu sebeple bilginin usulsüz şekilde açıklanması, içsel bilgi niteliğini otomatik olarak ortadan kaldırmayacaktır.¹⁶⁵ Buna göre, KAP veya ilgilinin resmi internet sitesi gibi yetkilendirilmiş alanlar dışında yapılan açıklamalar, kamuya açıklanmış bilgi kapsamında değerlendirilmeyecektir.¹⁶⁶ Örneğin, basın toplantıları, medya organları, internet sayfaları veya sosyal medya aracılığıyla yapılan açıklamalar, Özel Durumlar Tebliği hükümleri uyarınca kamuya açıklama yükümlülüğünün yerine getirildiği anlamına gelmemektedir.¹⁶⁷

Bazı durumlarda içsel bilginin hemen açıklanması, şirketin çıkarlarına zarar verebilir. Bu tür durumlarda, Özel Durumlar Tebliği'nde belirtilen koşullara uygun olarak içsel bilginin açıklanması ertelenebilir.¹⁶⁸ Erteleme kararı, ertelenen

¹⁶³ Özel Durumlar Rehberi s.3

¹⁶⁴ Özel Durumlar Tebliği m.23; Benzeri görüş için : VanGestson, A. J. Real-Time Disclosure of Securities Information via the Internet: Real-Time or Not Right Now, University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy, 2003(2), s. 551-579, s. 551.

¹⁶⁵ Özel Durumlar Rehberi s.5

¹⁶⁶ Evik – Evik, s. 44.

¹⁶⁷ Rehber, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun (Kanun) 15 inci maddesi ile II15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliğinin (Tebliğ) 27 nci maddesine dayanılarak düzenlenmiştir. Bu Rehberde yer alan hususlar Kurul Kararı hükmündedir. İçsel bilginin kamuya duyurulması şarttır. İçsel bilginin kamuya duyurulmuş sayılabilmesi için, söz konusu bilginin Kurulun kamuyu aydınlatma düzenlemeleri çerçevesinde yayımlanmış olması zorunludur. İçsel bilginin basın toplantısı, basın-yayın organları, internet veya buna benzer yollarla kamuya duyurulmuş olması, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirildiği anlamına gelmez.

¹⁶⁸ Özel Durumlar Rehberi s.19

bilginin gizliliğini tam ve eksiksiz bir şekilde sağlama sorumluluğunu ihraççıya yüklemektedir. İçsel bilginin açıklanmasının ertelenmesi, yatırımcıların yanıltılmasına sebebiyet vermemelidir. Ertelemeye neden olan gerekçenin sona erdiği anda, söz konusu içsel bilgi hızlı, eksiksiz ve doğru bir biçimde kamuoyuna duyurulmalıdır. Eğer içsel bilginin gizliliği sağlanamıyorsa kamuoyunun en kısa sürede doğru ve eksiksiz şekilde bilgilendirilmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, içsel bilginin kamuya açıklanmamış olması içeriden öğrenenlerin ticareti yasağının ve içsel bilgi kavramının temel dayanağını oluşturmaktadır. Bu bağlamda Özel Durumlar Tebliği ve ilgili düzenlemeler hem hangi bilgilerin açıklanması gerektiğini hem de açıklama usulünü ayrıntılı biçimde düzenleyerek yatırımcıların bilgiye erişimde eşitliğini güvence altına almayı amaçlamıştır. Aksi halde bilgi gizliliğini sağlayarak içsel bilgi niteliğini sürdürmüş olacaktır.

2.2.1.3. İhraççılara ve Sermaye Piyasası Araçlarının İlişkin Olma

İçsel bilginin üçüncü unsuru, söz konusu bilginin mutlaka ihraççıya veya ihraççının sermaye piyasası araçlarına ilişkin olmasıdır. Bu unsur, hangi bilgilerin içsel bilgi kapsamında değerlendirilebileceğinin sınırlarını çizerek yatırımcıların kararlarını doğrudan etkileyebilecek nitelikteki bilgilerin belirlenmesini sağlar.

Şirket bilgileri, doğrudan ihraççıya ilişkin olan veya ihraççının faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan bilgi türlerini ifade eder.¹⁶⁹ Bu kapsamda; şirketin faaliyet konularına, organizasyonel yapısına, yönetim süreçlerine ya da finansal sonuçlarına -örneğin ciro ve kâr düzeylerine- ilişkin bilgiler şirkete dair içsel bilgiler arasında yer alır.¹⁷⁰ Bununla birlikte, içsel bilgi kavramını yalnızca bu tür verilerle sınırlamak isabetli olmayacaktır. Şirkete dair olan ve yatırımcıları etkileme potansiyeline sahip tüm bilgileri bu gruba sokmak mümkündür.¹⁷¹ Önemli Nitelikli İşlemlere İlişkin Ortak Esas ve Ayrılma Hakkı Tebliği¹⁷² m.5

¹⁶⁹ Özel Durumlar Rehberi s.10

¹⁷⁰ Açıklanması gereken bilgiler Özel Durumlar Tebliği ve Özel Durumlar Rehberinde ayrıntılı olarak sayılmıştır. Ayrıca bkz. Karacan, A. İ. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ya da Bilgi Suistimali Yasağı: Sermaye Piyasası Açısından Bir Değerlendirme, Sermaye Piyasası Yazıları, 2017, s. 1.

¹⁷¹ Hacımahmutoğlu, s. 173.

¹⁷² Resmî Gazete, 27.06.2020, Sayı 31168 ile yürürlüğe girmiştir.

kapsamında da birleşme, bölünme, tür değiştirme, malvarlığına ilişkin devir ve kiralama süreçleri, faaliyet konusunun önemli ölçüde değişmesi, borsa kotundan çıkarılması gibi durumlar şirket bilgisine örnek gösterilebilir. Ayrıca, doğrudan ihraççı ile bağlantılı olmamakla birlikte; şirketin faaliyet gösterdiği pazar, rakipleri veya tedarikçilerine ilişkin bilgiler de içsel bilgi niteliği taşıyabilir.¹⁷³

Özel Durumlar Rehberine göre sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya yatırım kararları üzerindeki etki, ilgili ihraççı haricinde piyasanın genel durumundan da kaynaklanabilir.¹⁷⁴ Piyasa bilgileri denen bu bilgiler çoğunlukla makroekonomik göstergelere veya kamu otoriteleri tarafından alınan ekonomi politikası kararlarına dayanmaktadır. Bu kapsamda; merkez bankası tarafından alınan faiz oranı kararları, açıklanan enflasyon verileri, kamu teşvik programları ve benzeri makroekonomik veriler örnek olarak gösterilebilir.¹⁷⁵ Bu kararlar doğrudan ihraççılarla ilgili olmayıp genel ekonomik verilerin sermaye piyasası araçlarına etkisi açısından önemli bilgilerdir. Söz konusu bilgiler, yalnızca devletin aldığı kararlarla sınırlı olmayıp, örneğin uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ülkeler hakkında verdiği kararlar da bu kapsamda değerlendirilebilecektir.¹⁷⁶ Piyasa bilgileri, pay fiyatları üzerinde, doğrudan şirketlere ilişkin bilgiler kadar etkili bir rol oynayabilmektedir.¹⁷⁷

2.2.1.4. Yatırımcı Kararını Etkileme ve Fiyata Etkili Olma

Yatırımcı kararını etkileme ve fiyata etkili olma ölçütü; bir açıklama, olay ya da işlemin, makul ve bilgili yatırımcının alım-satım, elde tutma veya oy kullanma gibi kararlarını değiştirme yeterliliğine sahip olması yahut ilgili sermaye piyasası aracının fiyatı, değeri ya da likiditesi üzerinde etkide bulunmaya elverişli nitelik taşıması durumunu ifade eder.¹⁷⁸ Değerlendirme nesnel şekilde yapılır ve bilginin fiilen bir fiyat hareketi yaratmış olması aranmaz, etki doğurmaya elverişlilik

¹⁷³ Özel Durumlar Rehberi s.13-15 arasında önemli bilgiler örnekleme yoluyla ele alınmıştır.

¹⁷⁴ Özel Durumlar Rehberi s.5

¹⁷⁵ Aksoy, s. 178; Şenol, s. 129.

¹⁷⁶ Özel Durumlar Rehberi s.17

¹⁷⁷ Aksoy, s. 178.

¹⁷⁸ Özel Durumlar Rehberi s.5-6

yeterlidir.¹⁷⁹ Bu elverişlilik, bilginin gerçekleşme olasılığı ile yaratabileceği etkinin büyüklüğünün birlikte değerlendirilmesi yoluyla belirlenir. Bu değerlendirmede ana unsur, makul bir yatırımcının, bilgiyi karar sürecinde ne şekilde kullanacağıdır.

Avrupa Birliği'nin 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü, m.7/4 içsel bilginin değerlendirilmesinde, düzenlemelerin odak noktası, bilginin yatırımcı ve fiyat oluşumu üzerindeki potansiyel etkisidir. İlgili düzenlemeler, bir bilginin sermaye piyasası aracının fiyatını doğrudan etkilemesi hâlinde, söz konusu bilginin içsel bilgi olarak değerlendirilmesi gerektiğini öngörmektedir. Dahası, fiyat üzerinde potansiyel etkisi bulunan tüm bilgilerin de içsel bilgi kapsamında değerlendirilebileceği kabul edilmektedir.¹⁸⁰ Etkinin belirlenmesinde, makul yatırımcı bakış açısına dayanan nesnel bir değerlendirme ölçütü esas alınır.¹⁸¹ Şayet yapılan değerlendirme sonucunda bilginin etkili olmadığı kanaatine varılırsa, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu oluşmayacaktır. ABD Hukuku'nda da bilginin içsel bilgi sayılması için bilginin önemli olması aranır. Bu durum ise bilginin yatırımcı kararını etkileyip etkilemediği faktörüne göre belirlenecektir.¹⁸²

Edinilen bilgi, makul bir yatırımcının yatırım kararı alırken dikkate alacağı türden bir bilgi ise, bu bilgi sermaye piyasalarını etkileyen bilgi olarak kabul edilebilir.¹⁸³ Ancak, yatırımcıların kararlarını bu bilgiye dayandırmamaları durumunda, söz konusu bilginin içsel bilgi olarak nitelendirilmesi mümkün olmayacaktır.¹⁸⁴ Bilginin yatırımcılar üzerindeki etkisinin zamansal boyutu da göz önünde bulundurulmalıdır. Zira bilginin etkisi bazı durumlarda anlık olabilirken, bazı durumlarda zamana yayılan bir etki gösterebilir. Bu noktada, bir bilginin kamuya açıklanmasının ardından fiyatlar üzerinde beklenen etkinin gerçekleşmemesi,

¹⁷⁹ Özel Durumlar Rehberi s.5

¹⁸⁰ Özel Durumlar Rehberi s.4-5 ve AB Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü 7.madde düzenlemesi benzer olarak aynı şekilde ele alınmıştır.

¹⁸¹ Uğraş, D. Ö. Bilgi Suistimali Suçu (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu), Türkiye Adalet Akademisi Dergisi, C. 12, S. 47, 2021, s. 463-499, s. 478.

¹⁸² Langevoort, D. C. Insider Trading and the Fiduciary Principle: A Post-Chiarella Restatement, California Law Review, C. 70, S. 1, 1982, s. 1-53, <https://doi.org/10.2307/3480062> , s. 33.

¹⁸³ Hacımahmutoğlu, s.174

¹⁸⁴ Hacımahmutoğlu, s.176

bilginin, bu unsuru taşımadığı anlamına gelmez.¹⁸⁵ Ayrıca, fiyat üzerindeki etkinin güçlü ya da zayıf olması da unsurun değerlendirilmesi anlamında bir öneme sahip değildir.¹⁸⁶

Ancak, bu durum bazı sorunları da beraberinde getirmektedir. Sermaye piyasalarının dinamik ve çok boyutlu yapısı nedeniyle, hangi bilginin ne derece etkili olacağına belirlenmesi diğer birçok faktöre ve dahi zamana bağlıdır.¹⁸⁷ Bu kapsamda, önemli kabul edilebilecek bir bilginin, piyasadaki diğer koşullar nedeniyle beklenen tepkiyi verememesi veya tam tersine beklenmedik bir etki oluşturması mümkündür. Bu çerçevede, sermaye piyasalarında bilginin değerlendirilmesi son derece kritik bir önem taşımakta olup, profesyonel bir yaklaşımla ele alınması gerekmektedir. İçsel bilginin piyasada hareket oluşturup oluşturmayacağı, her somut olayın kendi koşulları ve piyasadaki mevcut durum çerçevesinde analiz edilmelidir. Bu anlamda, asıl olan içsel bilginin sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerindeki etki potansiyelidir.¹⁸⁸ Hacmi yüksek olan bir sermaye piyasası aracının, içsel bilgiyle fiyatının yönlendirilmesi oldukça güçlü; daha düşük işlem hacmine sahip bir sermaye piyasası aracının fiyatının, nispeten daha önemsiz bir içsel bilgiyle etkilenmesi mümkün olabilecektir. Bu sebeple her olayın kendi çerçevesinde değerlendirilmesi bilginin nitelendirilmesi anlamında oldukça önemli hale gelmektedir.¹⁸⁹

Durumun daha net anlaşılması için Özel Durumlar Rehberi örnekler üzerinden açıklama yapmıştır. Buna göre; birleşme devralma, kar oranları veya şirketlerin önemli buluş ve gelişmeleri içsel bilgi olarak kabul edilebilecektir. Bunun yanında üst düzey yöneticilerin görevlerine ilişkin gelişmeler veya birim değişimleri de bu kapsamda içsel bilgi olarak değerlendirilebilecektir. Burada bir diğer önemli husus

¹⁸⁵ Aksoy, s.196

¹⁸⁶ Özel Durumlar Rehberi s.5

¹⁸⁷ Öztürk, E. Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilginin Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Marmara Üniversitesi Açık Erişim Sistemi, 2006, s. 38.

¹⁸⁸ Kesici, E. Bilgi Suistimali Suçu, Suça İlişkin Tedbirler ve Alınan Tedbirlerin Etkinliği, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2014, s. 13 vd.

¹⁸⁹ Özel Durumlar Rehberi II/2.3 "Sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya yatırım kararları üzerindeki etki, ilgili ihraççı haricinde piyasanın genel durumundan da kaynaklanabilir. Bu nedenle, değer veya fiyattaki gelişmelerle ilgili somut durumlara dayanan ve doğrulanmış her durum içerdiği etkiye göre ayrı ayrı değerlendirilmelidir"

bilginin öneminin yalnızca mevcut durum dikkate alınarak ele alınmaması gerektiğidir. Bu bilginin gelecekte doğurabileceği sonuçlar da aynı derecede önemlidir. Örneğin şirketin içsel bilgi oluşumuna sebep olabilecek konu hakkında önceden yaptığı açıklamalar, söz konusu bilgiye dair olayın gerçekleştiği anda piyasada artık önem arz etmeyecek bir durum oluşturmuş olabilecektir.

2.2.2. İçsel Bilgi Sahibi Kişi

İçeriden öğrenen kavramının varlığı için ikinci unsur ise bilgi sahibi kişinin varlığıdır. İçeriden öğrenen kavramı, genel manada herhangi bir şekilde, ihraççıya ait kamuya açıklanmamış önemli bilgilere sahip olan kişileri tanımlamaktadır. Diğer bir anlatımla içsel bilgiye sahip olan tüm kişiler içeriden öğrenen olabilecektir.

Kişi kavramı teknik anlamıyla hem gerçek hem de tüzel kişileri kapsadığından, bir şirket de (örneğin ihraççı, hâkim/bağlı ortaklık, önemli pay sahibi veya iş–meslek–görev ilişkisi nedeniyle bilgiye erişen denetim, danışmanlık, aracı kurum vb.) bu bilgiye erişimi bulunduğu ölçüde içeriden öğrenen sıfatını kazanabilir.¹⁹⁰ Belirleyici olan, unvan ya da örgütsel konum değil, bilgiye erişim kanalı ve erişimin niteliğidir: pay sahipliği veya kontrol ilişkisi, yönetim ve istihdam bağları, sözleşmesel hizmet ilişkileri yahut hukuka aykırı yollarla edinim gibi kanallarla şirketin kurumsal düzeyde içsel bilgiye ulaşması mümkündür. Sonuçları bakımından ise ayırım gözetilir: ceza hukuku düzleminde sorumluluk kural olarak gerçek kişiye yönelirken, fiilin tüzel kişi yararına işlenmesi hâlinde şirket hakkında tüzel kişilere özgü güvenlik tedbirleri gündeme gelebilecektir. İdari yaptırımlar rejiminde ise şirket, kendi faaliyeti çerçevesinde gerçekleşen ihlaller dolayısıyla doğrudan yaptırım muhatabı olabilir. Böylece şirket, yalnızca temsilcisinin eylemi nedeniyle tali bir etkilenim içinde değildir. İçsel bilgiye erişimin varlığı ölçüsünde, kavramsal olarak da içeriden öğrenen kategorisinin kapsamındadır.¹⁹¹

¹⁹⁰ AB Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü m.3(1)(13) kişiyi açıkça “gerçek veya tüzel kişi” olarak tanımlar; dolayısıyla düzenlemenin öznesi yalnız bireyler değil şirketlerdir. *‘person’ means a natural or legal person;*

¹⁹¹ European Parliament and Council (2014), s. 9.

Kişilerin söz konusu bilgiye nasıl ulaştıkları ise ayrı bir değerlendirmedir. Buna göre kişiler zaman zaman iş hayatının getirdiği avantajlar sebebiyle bilgilere doğrudan ulaşabilirler. Bazıları ise bilgiye sahip olan kişilerden aldıkları bilgiler doğrultusunda içeriden öğrenen sıfatını kazanmaktadır. AB'de bu kişilerin ayrımı bilgiyi elde etme biçimlerine göre birincil ve ikincil öğrenen olarak ele alınmaktayken; Amerika'da ise tipper-tippee(İçsel bilgiyi veren-İçsel bilgiyi alan)¹⁹² kavramları kullanılmaktadır.

2.2.2.1. Birincil ve İkincil İçeriden Öğrenen Ayrımı

İçeriden öğrenenler, sermaye piyasası hukukunda erişim yollarına ve bilgiye ulaşım derecelerine göre birincil içeriden öğrenenler ve ikincil içeriden öğrenenler olarak ikiye ayrılmaktadırlar.¹⁹³

2.2.2.1.1. Birincil İçeriden Öğrenenler (Doğrudan)

Birincil içeriden öğrenenler, görevleri veya statüleri gereğince içsel bilgiye doğrudan erişimi olan kişilerdir.¹⁹⁴ Bu kişiler, şirketin finansal durumu, stratejik planları ve operasyonel süreçleri gibi kritik bilgilere doğrudan ulaşabilecekleri alanlarda faaliyet göstermektedirler. İçsel bilgilere doğrudan erişim imkanları nedeniyle, bu kişiler söz konusu bilgileri kendi çıkarları veya üçüncü kişilerin menfaatine olacak şekilde kullanma riskini de taşımaktadır.¹⁹⁵ Özetle, birincil içeriden öğrenenler, içsel bilgiyi mesleki pozisyonları ve hukuki statüleri gereği doğrudan edinme imkanına sahip kişilerdir. Yönetim kurulu üyeleri, şirket müdürleri, önemli pozisyonlarda çalışan yöneticiler ve pay sahipleri birincil dereceden içeriden öğrenenlere örnek teşkil etmektedir.¹⁹⁶ Ayrıca, şirketle doğrudan istihdam ilişkisi bulunmasa da bağımsız denetçiler, hukuk danışmanları

¹⁹² Çalışmamızda tippee kavramı için içsel bilgiyi alan, tipper kavramı için içsel bilgiyi veren tabiri kullanılacaktır.

¹⁹³ Çetin, s. 659.

¹⁹⁴ Tezcanlı, M. V. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 1996, s. 127.

¹⁹⁵ İsfen, O. Sermaye Piyasalarının Suistimale Karşı Korunmasında Avrupa Hukuku Standartları, içinde: E. Özsunay'a Armağan, Vedat Kitapçılık, 2004, s. 502-521, s. 502.

¹⁹⁶ Temizsoy, s. 12.

ve mali müşavirler gibi profesyoneller, görevleri gereği içsel bilgiye erişmeleri halinde birincil içeriden öğrenen sınıfına girmektedirler.¹⁹⁷

Bu kişiler, şirket ile olan doğrudan bağları nedeniyle güven ve sadakat yükümlülüğü altındadırlar.¹⁹⁸ Haliyle şirketin menfaatini gözetmekle yükümlüdürler ve sahip oldukları bilgileri şirket menfaatleri dışında kullanmamaları gerekir.¹⁹⁹ Ancak kimi zaman bu güven ilişkisi ihlal edilerek, sermaye piyasalarında içsel bilgiler doğrultusunda işlem yapılabilir. Bu tür fiiller, sermaye piyasalarında haksız kazanç sağlanmasıyla piyasa bütünlüğünü zedeleyerek failin hukuki sorumluluğunu gündeme getirilmesine sebep olur. Öte yandan, büyük pay sahipleri veya hâkim pay sahipleri, yöneticilerle olan yakın ilişkileri vasıtasıyla içsel bilgilere erişim imkanına sahip olabilirler.²⁰⁰ Bu sebeple de kanun koyucu bu kişilere işlemlerini kamuoyuna açıklama gibi birtakım ek yükümlülükler getirmiştir. Ayrıca, birincil içeriden öğrenenlerin içsel bilgiyi doğrudan kendi işlemleri için kullanmaları yasak olduğu gibi üçüncü kişilere doğrudan veya dolaylı olarak içsel bilgileri aktarmak suretiyle de hukuki sorumluluk altına girmeleri mümkündür. Bazı yabancı ülkeler caydırıcılığın sağlanması için birincil içeriden öğrenenlerin aile fertlerini, arkadaşlarını ve akrabalarını da bu sınıfa sokarak birincil içeriden öğrenen olarak tanımlamaktadır.²⁰¹

Doktrinde, birincil içeriden öğrenenler kendi içinde iki alt gruba ayrılmaktadır. Statüye bağlı içeriden öğrenenler, içsel bilgiyi sermaye piyasasındaki konumları, pay sahipliği veya iş ilişkileri sebebiyle öğrenen kişilerdir.²⁰² Görev nedeniyle içeriden öğrenenler ise, içsel bilgi sahibiyle sürekli bir iş sözleşmesi bulunmasa da görevlerini ifa ederken bu bilgilere erişen kişilerdir. Bununla birlikte, bu ayrımın hukuki sonuçlar açısından belirleyici bir etkisi bulunmamaktadır.

¹⁹⁷ Şenol, s. 139.

¹⁹⁸ Tezcanlı, s.14

¹⁹⁹ Özlü, s.12

²⁰⁰ Aksoy, s.10

²⁰¹ Temizsoy, s.13

²⁰² Temizsoy, s.12-13

Bu noktada dikkat edilmesi gereken temel husus, içsel bilginin nasıl edinildiği ve öğrenme yönteminin içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun nitelendirilmesindeki etkisidir.²⁰³ Kişi temelli bir değerlendirme yapıldığında, bir yönetim kurulu üyesinin hangi yöntemle bilgiyi edindiğine bakılmaksızın birincil içeriden öğrenen olarak kabul edilmesi gerektiği düşünülebilir. Ancak bu yaklaşım, içeriden öğrenen statüsünün belirlenmesinde öğrenme yönteminin etkisini göz ardı ettiği için birincil-ikincil ayrımını tam olarak yansıtmamaktadır. Örneğin, bir yönetim kurulu üyesinin içsel bilgiye doğrudan görev kapsamındaki yetkileri aracılığıyla erişmesi halinde, bu kişi birincil içeriden öğrenen sayılır.²⁰⁴ Bu bağlamda, bilginin kaynağı yönetim kademesi ve kişinin kurumsal yetkileri kapsamında elde edildiğinden, öğrenme süreci meşru bir zemine dayanmaktadır. Ancak aynı kişi, bilgilere yetki ve görev kapsamında değil de örneğin başka bir yöneticinin konuşmasına kulak misafiri olarak erişmişse, bu durumda bilgiye erişimi dolaylı olduğundan ikincil içeriden öğrenen olarak nitelendirilir.²⁰⁵ Zira bu durumda, bilginin edinilme kaynağı kişinin görev tanımı veya kurumsal yetkileri değil, başka bir şahıstan dolaylı yolla temin edilen bir aktarımdır. Bu ayrım, bilginin doğrudan ve yetki çerçevesinde edinilmesi ile, dolaylı veya gayri resmi yollarla öğrenilmesi arasındaki farkı vurgulamak açısından önem taşımaktadır. Her ne kadar birincil ve ikincil içeriden öğrenenler arasında hukuki bir ayrım yapılmış olsa da her iki grup da içsel bilginin kötüye kullanılması halinde eşit derecede sorumlu tutulmaktadır.²⁰⁶

2.2.2.1.2. İkincil İçeriden Öğrenen (Dolaylı)

İkincil içeriden öğrenenler, içsel bilgiyi doğrudan statüsel bir pozisyona dayanarak değil, dolaylı yollarla edinen kişilerdir.²⁰⁷ Bu kişiler, içsel bilgiyi doğrudan edinmedikleri halde, sosyal ilişkileri, mesleki bağları veya tesadüfi durumlar sonucunda öğrenen kişilerdir. İkincil içeriden öğrenenlere örnek olarak, şirket çalışanından edindiği içsel bilgiyle yatırım kararı alan bir arkadaş, aile bireyi ya

²⁰³ Evik – Evik, s. 13-14.

²⁰⁴ Şenol, s.139-140

²⁰⁵ Şenol, s.139-140

²⁰⁶ Çetin, s.659

²⁰⁷ Sümer, A. Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2002, s. 7.

da piyasa danışmanı gösterilebilir. Bu anlamda, içsel bilginin kaynağına veya edinilme yöntemine bakılmaksızın, bu bilgiye dayanarak işlem gerçekleştiren herkesin içeriden öğrenenlerin ticareti suçundan sorumlu tutulabilmesinin mümkün olması sebebiyle oldukça önemlidir. İkincil içeriden öğrenenler de birincil içeriden öğrenenlerle benzer işlem yasakları ve hukuki yükümlülüklerle tabi tutulmaktadır.²⁰⁸ İkincil içeriden öğrenenlerin içsel bilgiye dayanarak işlem yapmaları veya başkalarına tavsiyede bulunmaları birincil içeriden öğrenenlerde olduğu gibi hukuka aykırı kabul edilmektedir.

Kişinin konumuna bakılmaksızın yalnızca bilgiye sahipliğe önem verilen yaklaşımın benimsenmesiyle birlikte, bir kişinin içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilmesi için artık şirkette belirli bir görev veya pozisyona sahip olması şartı aranmamaktadır.²⁰⁹ Bunun yerine kişinin içsel bilgiye sahip olması içeriden öğrenen kabul edilmesi için yeterli görülmektedir. Bu yaklaşım, içeriden öğrenenlerin kapsama alanını kayda değer biçimde genişletmiştir.

Bu kişilerin, içeriden öğrenenler kapsamında değerlendirilmesinin temel nedeni, içsel bilgiyi kullanarak menfaat elde etme veya piyasayı etkileme potansiyeline sahip olmalarıdır.²¹⁰ Ancak belirtmek gerekir ki, bu kişilerin tespiti ile içsel bilgiyi edinme yollarının ispatı, yargı süreçleri için ciddi zorluklara sebep olabilecektir.

2.2.2.1.3. Tipper- Tippee(İçsel Bilgiyi Veren-İçsel Bilgiyi Alan)

İçsel bilgiyi veren- içsel bilgiyi alan ayrımı genel manada birincil-ikincil içeriden öğrenen ayrımının benzeri olarak ABD’de kullanılan ve içeriden öğrenenlerin bilgileri nasıl öğrendiğine göre geliştirilen bir sınıflandırmadır. İçsel bilgiyi veren(tipper), içsel bilgiyi doğrudan şirketle olan iş veya güven ilişkisi dolayısıyla edinen kişidir.²¹¹ Bu kapsama, şirket yöneticileri, çalışanlar, bağımsız denetçiler ve danışmanlar gibi doğrudan içsel bilgiye erişimi olan kişiler girer. İçsel bilgiyi

²⁰⁸ SPK 106 hükmünde birincil veya ikincil içeriden öğrenen ayrımı bulunmadığında her ikisine dair düzenlemeler de aynıdır. Ancak tebliğler yoluyla iş, meslek veya göreve özel ek yükümlülükler mevcuttur.

²⁰⁹ Şenol, s.141

²¹⁰ AB Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü gerekçesinde 23.maddede belirtilmiştir. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R0596> Kontrol Tarihi:28.08.2025

²¹¹ Engle, E. Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison, European Business Law Review, C. 26, S. 4, 2010, s. 465-490, s. 473.

alan ise, doğrudan bilgi sahibi olmayıp içsel bilgiyi veren vasıtasıyla bilgi edinen kişidir.

İçsel bilgiyi veren kavramının temelini, kişinin şirkete ve pay sahiplerine karşı taşıdığı güven ve sadakat yükümlülüğü oluşturur.²¹² Buna göre içsel bilgiyi veren, şirketin içsel bilgilerini hukuka aykırı biçimde üçüncü şahıslara aktardığında veya bu bilgilere dayalı olarak işlem yaptığında hem hukuki hem de cezai sorumluluk doğabilir. Ancak içsel bilgiyi verenin hukuki sorumluluğunun doğması için yalnızca güven ilişkisinin ihlali yeterli değildir; aynı zamanda, bu bilgiyi açıklaması karşılığında doğrudan veya dolaylı bir menfaat elde etmesi gerekmektedir.²¹³ Söz konusu menfaat, doğrudan maddi bir kazanç olabileceği gibi, sosyal statü artışı veya profesyonel bir çıkar da olabilir.²¹⁴

İçsel bilgiyi alan kavramı, bahsedildiği üzere ikincil öğrenen tanımına benzer olarak, içsel bilgileri doğrudan değil, birincil içeriden öğrenen vasıtasıyla öğrenen kişidir. Bu da İçsel bilgiyi alan kavramının sorumluluk değerlendirme açısından sıklıkla güveni kötüye kullanma teorisi çerçevesinde ele alınması anlamına gelmektedir. İçsel bilgiyi alanın hukuki sorumluluğunun oluşabilmesi için, içsel bilgiyi verenin güven ihlali içeren bir şekilde içsel bilgiyi paylaştığını bilmesi beklenir. Başka bir ifadeyle, İçsel bilgiyi alanın söz konusu bilginin bir güven ihlali sonucu edinildiğini bilerek veya bu durumu makul şekilde öngörebilecek durumda olarak hareket etmesi gerekir.²¹⁵ Buna karşın, güveni kötüye kullanma teorisine göre İçsel bilgiyi alanın sorumluluğu yalnızca güven ilişkisinin ihlaliyle sınırlı değildir; bu sorumluluk, piyasa bütünlüğü ve yatırımcı güvenini korumaya yönelik genel bir haksız menfaat yasağı çerçevesinde ele alınır. ABD Yüksek Mahkemesi'nin *United States v. O'Hagan*²¹⁶ kararında, güveni kötüye kullanma teorisini benimsenmiş ve içsel bilgiyi hukuka aykırı şekilde edinen ve kullanan

²¹² Heminway, J. M. L. Tipper/Tippee Insider Trading as Unlawful Deceptive Conduct: Insider Gifts of Material Nonpublic Information to Strangers, *Washington University Journal of Law & Policy*, C. 56, S. 1, 2018, s. 65-99, s. 65.

²¹³ *Dirks v. Securities and Exchange Commission*, 463 U.S. 646 (1983), s. 463, <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646> .

²¹⁴ *Dirks v. SEC*, s.463

²¹⁵ *Dirks v. SEC*

²¹⁶ *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997), s. 652, <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/521/642/case.pdf> .

kişilerin, şirketle doğrudan bir bağı bulunmasa dahi içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilecekleri hükme bağlanmıştır.²¹⁷

2.3. İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMINA DAİR YAKLAŞIMLAR

2.3.1. Kişi Temelli Yaklaşım

Kişi temelli yaklaşıma göre içsel bilgilere doğrudan erişim imkânına sahip olmaları nedeniyle, ihraççılarda görev alan yöneticiler, denetçiler, yatırım danışmanları, hukukçular, mali müşavirler ve bağımsız denetçiler içeriden öğrenen olarak görülmektedir. Bu yaklaşımın temelinde içeriden öğrenenlerin içsel bilgileri buldukları statü sebebiyle öğrendikleri varsayımı yatmaktadır.²¹⁸ Söz konusu bireylerin meslekî faaliyetleri gereği sermaye piyasalarının işleyişine, yatırım araçlarının değerlendirme süreçlerine ve içsel bilgilerin taşıdığı öneme dair ileri düzey bilgi sahibi olmaları, bu kişileri yaklaşımın merkezine koymaktadır.

Kişi temelli yaklaşıma göre, şirket ile doğrudan bağlantısı bulunmayan bireylerin de çeşitli yollarla içsel bilgiye erişerek suç teşkil edecek nitelikte işlem yapmaları mümkündür. Ancak bu tür durumlar, profesyonel bilgiye ve uzmanlığa sahip failerin oluşturduğu ana örüntüye kıyasla daha istisnai ve sınırlı vakalardır.²¹⁹ Zira içsel bilgiye ulaşan herhangi bir kişi, söz konusu bilginin piyasa açısından taşıdığı önemi her zaman kavrayamayabilir. Bu nedenle, özellikle sermaye piyasasında çalışan profesyonellerin ve kurumsal yapı içerisinde kritik konumda bulunan içeriden öğrenenlerin, içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu işleme olasılığı, diğer gruplara kıyasla daha yüksektir.²²⁰ Bu nedenle düzenlemelerin bu çerçevede yapılması gerektiğini savunarak daha kapsamlı düzenlemelerin sermaye piyasaların yaygınlaşmasının önünde engel olduğu savunulmaktadır.

²¹⁷ United States v. O'Hagan, s.652

²¹⁸ Esen – Acar – Kocabaş, s. 952.

²¹⁹ Şenol, s.139

²²⁰ Bu çalışmaya göre 2008-2016 yılları arasında içeriden öğrenenlerin %75'i yöneticiler olarak tespit edilmiştir. Esen – Acar – Kocabaş s.953

2.3.2. Bilgi Temelli Yaklaşım

Gelişmiş ülke piyasalarında, içeriden öğrenen tanımı başlangıçta kişi temelli bir anlayışla yapılandırılmış ve bu kapsamda belirli görev, pozisyon veya mesleklere sahip bireyler içeriden öğrenen olarak kabul edilmiştir.²²¹ Ancak sermaye piyasalarının küreselleşmesi ve finansal suçların daha karmaşık hale gelmesi, bu geleneksel anlayışın yetersiz kalmasına neden olmuştur.²²² Bu nedenle, pek çok ülke kişinin belirli bir statüye sahip olup olmadığına bakmaksızın, içsel bilgiye erişimi ve bu bilgiyi kullanıp kullanmadığına odaklanmayan daha işlevsel bir yaklaşım olan bilgi temelli yaklaşıma geçiş yapmıştır. Bu görüşe göre, içeriden öğrenenlerin sahip olduğu özel ve henüz kamuya açıklanmamış bilgi, piyasadaki diğer yatırımcılara göre onlara haksız bir avantaj sağlar.²²³ Bu durum yatırımcılar arasında fırsat eşitliğini bozabilecek ve piyasalara olan güveni sarsabilecektir. Dolayısıyla bilgi temelli yaklaşım, içeriden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasını, piyasadaki tüm aktörlerin adil ve aynı bilgiye erişim koşullarında işlem yapabilmesi gereğine dayandırır.²²⁴ Bu dönüşümün temelinde, içsel bilgiye erişimi olan her bireyin, içeriden öğrenenlerin ticaretinin faili olarak değerlendirilme potansiyeli taşınması yatmaktadır. Yalnızca şirket yöneticileri, pay sahipleri veya çalışanlarının değil, şirketle doğrudan bağı olmayan ancak çeşitli yollarla içsel bilgiyi edinen kişilerin de piyasada avantaj sağlayarak haksız kazanç elde edebilmesi, klasik kişi temelli tanımlamanın yetersizliğini ortaya koymuştur.

Türk sermaye piyasası hukukunda 6362 sayılı Kanun'un 106'ncı maddesinin ilk bentlerinde kişi temelli bir anlayış benimsenerek belirli görev, pozisyon ve statüde bulunan kişiler içeriden öğrenen olarak tanımlanmıştır. Maddenin kalanında ise içsel bilgiye fiilen ulaşan kişileri de kapsayan bilgi temelli bir yaklaşım

²²¹ Bknz. 1934 tarihli ilk ABD düzenlemeleri sınırlı sayma yoluyla belirli kişileri hedef almıştır.

²²² Federal Reserve Board. Trading and Capital-Markets Activities Manual (Supplement 14), Federal Reserve System, 2011, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/trading/trading.pdf> , s. 1.

²²³ Steinberg, M. I. Insider Trading – A Comparative Perspective, IMF Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, International Monetary Fund, Mayıs 2002, <https://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/steinb.pdf> , s. 5.

²²⁴ Bakkalcı, Ş. M. Avrupa Birliği'nde İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ile İlgili Hukuki Düzenlemeler, Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 1, S. 1, 2009, s. 41-56, <https://aksarayiibd.aksaray.edu.tr> s.45-46.

benimsenmiştir. Böylece, belirli statüde bulunmayan ancak içsel bilgiyi öğrenen kişilerin de içeriden öğrenenlerin ticareti kapsamında sorumlu tutulabileceği düzenlenmiştir.²²⁵ Dolayısıyla bilgi temelli yaklaşım, odak noktasını bilginin eşitsizliği üzerine kurarken, kişi temelli yaklaşımda kimin bu bilgiyi kullanarak haksız kazanç elde ettiği temel alınmıştır.²²⁶ Söz konusu değişiklik, sermaye piyasası düzenlemelerinin temel amaçlarına daha uygun bir yapı sunmuş ve içeriden öğrenenlerin sorumluluğunun daha etkin biçimde tespit edilebilmesini mümkün kılmıştır. Böylece katı kategorik ayrımlara dayalı kişi temelli sistemin yerini, içsel bilginin niteliği ve kullanımına dayalı bir sistem almıştır.²²⁷ Günümüzde pek çok gelişmiş ülke, bu yeni bilgi temelli modeli benimseyerek, sermaye piyasalarında adaletin sağlanması ve manipülatif davranışların önlenmesi amacıyla daha etkin düzenlemelere yönelmiştir.²²⁸

²²⁵ Şenol, s.140

²²⁶ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 2010, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

²²⁷ Aksoy, s.132

²²⁸ AB, BK ve ABD katı kişisel kategorik ayrımları bir kenara bırakarak ele almıştır. Bknz. 3.bölüm

3. BÖLÜM

ABD- AB VE BİRLEŞİK KRALLIK HUKUKUNDA İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI

Bazı büyük sermaye gruplarının yıllık gelirleri birçok ülkenin gayrisafi yurt içi hasılasına yaklaşmakta, piyasa değerleri ise ülkelerin ekonomik büyüklükleriyle karşılaştırılabilir seviyelere ulaşmaktadır.²²⁹ Bu durum söz konusu grupların ekonomik gücünün ülkelerle yarışabilir hale geldiğini göstermektedir. Bu güç kazanımı, özellikle gelişmiş ekonomilerdeki sermaye gruplarının, sermaye piyasaları üzerindeki etkilerinin her geçen gün daha da artmasına sebep olmaktadır. Bu doğrultuda, sermaye piyasası işlemleriyle ilgili suçlarda, özellikle içeriden öğrenenlerin ticareti vakalarında gözle görülür bir artış meydana gelmektedir.²³⁰ Gerçekten de 2008 tarihli Küresel Ekonomik Suçlar Raporu'na göre, içeriden öğrenenlerin ticareti, beyaz yakalı çalışanlar arasında en hızlı artış gösteren ekonomik suç türlerinden biri olmuştur.²³¹ Bunun bir sonucu olarak, içeriden öğrenen kavramı önce ulusal mevzuatlarda tanımlanmış, ardından ise gerek yeni düzenlemelerle gerekse yargı kararlarıyla kapsamı genişletilerek güncellenmiştir. Başlangıçta ülkeler ve hukuk sistemleri arasında önemli farklılıklar gözlemlenmişse de suçun uluslararası düzeyde yaygınlaşmasıyla içeriden öğrenen kavramı giderek benzer biçimlerde tanımlanmaya başlanmıştır. Kavram ile birlikte kişi temelli veya bilgi temelli olmak üzere değişik yaklaşımlar ele alınmış, içeriden öğrenenin bilgiyi elde ettiği şekline bakarak çeşitli sınıflandırmalar yapılmış ve en nihayetinde kanun koyucuların, suçun

²²⁹ Araştırmalara göre en büyük 200 ekonominin 147'si ülkelerden değil şirketlerden oluşmaktadır. Roach, B. Corporate Power in a Global Economy [Teaching Module], Economics in Context Initiative, Global Development Policy Center, Boston University, 2023, erişim adresi: <https://www.bu.edu/eci/files/2023/09/Corporate-Power-Module.pdf>, s. 8.

²³⁰ ESMA'nın 2024 STOR raporuna göre ulusal otoritelerin 2023'te aldığı bildirimler 7.491 (6.530'u STOR) ve 2022'ye kıyasla %9 artış göstermiştir. 2023'te bildirim %51'i "insider trading" (içerden öğrenme) şüphesine ilişkindir European Securities and Markets Authority (ESMA). Report on STORs 2024, 2024, s. ..., https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA74-1103241886-992_Report_on_STORs_2024.pdf. Nitekim SPK 2023 raporunda 'bilgi suistimali' denetimleri 2022'de 20 iken 2023'te 22'ye yükselmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). 2023 Yılı İdare Faaliyet Raporu, 2023 <https://www.procompliance.net/wp-content/uploads/2024/07/SPK-2023-Yili-Idare-Faaliyet-Raporu-1.pdf?x62325=>.

²³¹ PricewaterhouseCoopers

engellenmesi ve sınıflandırılması sınırlarının netleştirildiği bir kavram haline almıştır.

İçeriden öğrenen kavramını karşılaştırmalı hukuk perspektifiyle incelerken ABD, AB ve Birleşik Krallığın tercih edilmesinin temel nedeni, bu üç sistemin hem tarihsel hem de normatif açıdan Türk sermaye piyasası hukuku üzerinde belirleyici etkilere sahip olmalarıdır. ABD, içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda dünyada en erken ve en kapsamlı düzenlemeleri getiren, doktrinler ve SEC uygulamalarıyla kavramın sınırlarını şekillendiren öncü ülke konumundadır. Avrupa Birliği ise, Piyasa Bozucu Eylemler Yönergesi ve Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü ile kavramı tüm üye devletler için yeknesaklaştırmış, böylece Türk hukukunun AB'ye uyum süreci çerçevesinde doğrudan etkilendiği bir referans noktası haline gelmiştir. Birleşik Krallık ise hem AB içinde bulunduğu dönemdeki katkıları hem de Brexit sonrasında geliştirdiği bağımsız Anglo-Sakson yaklaşımıyla dikkate değer bir inceleme alanı sunmaktadır. Dolayısıyla bu üç sistemin seçilmesi, yalnızca farklı modelleri kıyaslama olanağı sağlamakla kalmamakta, aynı zamanda Türk hukukunun dayandığı temel esin kaynaklarını ve yönelimlerini ortaya koyarak çalışmanın bilimsel derinliğini artırmaktadır.

3.1. ABD'DE İÇERİDEN ÖĞRENEN TANIMI VE GELİŞİMİ

3.1.1. Tanımı ve Doğuşu

ABD hukukunda içeriden öğrenenlerin ticareti, kamuya açıklanmayan ve menkul kıymetlerle alakalı olan gizli bir bilgiye doğrudan sahip olmak veya tüyo vererek şirkete karşı güven ve sadakat yükümlülüğünü ihlal etmek olarak tanımlanmıştır.²³² Bu tanımlamadan içeriden öğrenen adına çıkarabileceğimiz sonuç ise gizli bilgiye ulaşan ve şirkete sadakat yükümlülüğü ile bağlı olan kişilerin içeriden öğrenen tanımlaması içinde yer alabileceğidir. Nitekim SEC kendi sitesinde yayınladığı rehberde de içeriden öğrenen kişiler için bir emanet

²³² Sharpe, W. F. – Alexander, G. J. – Bailey, J. V. Investments (6. Baskı), Prentice Hall, 1999, s. 522.

görevi veya bir güven ilişkisinin arandığından bahsetmiştir.²³³ Bununla birlikte yine kendi sitesinde yer alan raporla, SEC tarafından kimlerin içeriden öğrenen olarak nitelendirilebileceği de örneklerle açıklanmıştır.

SEC tarafından yayımlana rapora²³⁴ göre: Şirketin önemli ve gizli gelişmelerine ilişkin bilgilere dayanarak işlem yapan yöneticiler ve çalışanlar ile aile üyeleri ve sosyal çevreleri örnek olarak gösterilmektedir. Ayrıca şirketlerle çalışan hukuk, bankacılık ve aracılık sektörleri dikkat çeken diğer bir gruptur. Görevleri gereği gizli bilgiye erişim sağlayan kamu görevlileri ile bu kişilerden bilgi elde eden siyasi danışmanlar ve bu bilgiye herhangi şekilde ulaşan diğer kişiler örnek içeriden öğrenenlerin ticaretinden sorumlu tutulabilecektir. Bu anlamda yukarıda sayılan ve bu örneklerin türetilmesiyle elde edilebilecek, içsel bilgiye ulaşan ve belirli yükümlülüklerle sahip kişilerin içeriden öğrenen olarak değerlendirilmesi mümkündür. SEC, söz konusu raporunda sınırlı sayma yolunu tercih etmek yerine örnekleme yoluyla genel çerçeve oluşturmuş böylece potansiyel durumlarda tanımlamanın geliştirilebilmesine de imkân sağlamıştır.

ABD’de içeriden öğrenenlerin ticareti ve içeriden öğrenen kavramına ilişkin hukuki çerçeve, çoğunlukla büyük finansal krizler ile piyasa skandallarının ardından oluşturulan yasal düzenlemeler ve mahkeme kararları doğrultusunda şekillenmiştir.²³⁵ Her ne kadar içeriden öğrenenlerin ticaretine dair tartışmalar 19. yüzyıla kadar uzansa da ABD’de 20. yüzyılın başarısına kadar içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin özel bir yasa veya düzenleme bulunmamaktadır.²³⁶ Her ne kadar mahkemeler şirket yöneticilerinin yatırımcıları yanıltmasını etik dışı bulsa da bu tür davranışlar suç teşkil etmemekteydi.²³⁷ Bu döneme ait piyasa

²³³ U.S. Securities and Exchange Commission, Insider trading. Investor.gov. <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/insider-trading> Kontrol tarihi : 22.08.2025

²³⁴ U.S. Securities and Exchange Commission, Insider trading. Investor.gov. <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/insider-trading> Kontrol tarihi : 22.08.2025

²³⁵ Fischel, D. R. – Ross, D. J. Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets?, Harvard Law Review, C. 105, S. 2, 1991, s. 503-553, <https://doi.org/10.2307/1341697> , s. 503-504.

²³⁶ Bainbridge (2007), s.29

²³⁷ Perino, M. A. The Lost History of Insider Trading, University of Illinois Law Review, 2019, s. 956.

suçları özellikle demiryolu alanında oldukça sık görülüp güçlü kişilerin içeriden öğrenilen bilgilere istinaden pay senedi fiyatlarını yapay olarak yükseltip düşürmesini konu alıyordu.²³⁸ Ancak yasal boşluk sebebiyle bu işlemler herhangi bir yaptırıma tabi tutulamıyordu. Kavram, 20. yüzyıl başlarında yaşanan büyük piyasa krizleriyle birlikte daha kapsamlı biçimde tanımlanıp düzenlenmiştir.

1920'li yıllarda ABD ekonomisinin "Roaring Twenties" olarak adlandırılan döneme girmesi, ülkede hızlı ve kapsamlı bir ekonomik büyüme sürecini beraberinde getirmiştir. Özellikle sanayileşmenin artması tüketici kredilerinin yaygınlaşması gibi sebeplerle pay senedi piyasalarında ciddi yükselmeler görülmüştür.²³⁹ Borsa yatırımlarının halk nezdinde kolay kazanç aracı olarak görülmeye başlanması, farklı sosyal kesimlerden geniş bir yatırımcı kitlesinin piyasaya yönelmesine neden olmuş ve bu durum sermaye piyasalarında yoğun bir hareketlilik yaratmıştır.²⁴⁰ Ancak şirketlerin bu dönemde yatırımcı çekmek için şişirilmiş kar açıklamaları yapması, yöneticilerin içeriden öğrenen bilgiye dayanarak sürekli olarak menfaat sağlamaları, büyük finans kuruluşlarının küçük yatırımcıların manipüle edilmesi için içeriden öğrendikleri bilgileri sistematik olarak kullanmaları ve dahası gerçeğe aykırı beyanların tüm sermaye piyasalarını sarması gibi sebeplerle borsadaki sistematik risk sürekli olarak artmıştır. Bu dönemde özellikle şirket yöneticilerinin halka arz öncesinde içeriden öğrendikleri bilgiye dayanarak büyük işlemler yapması ve piyasayı manipüle etmesi, sermaye piyasalarında olağan dışı hareketlerin görünmesine sebep olmuştur.²⁴¹ Bu süreç, 1929 yılındaki büyük borsa çöküşüne kadar devam etmiştir. 1929 yılında gerçekleşen borsa çöküşü sonucunda milyonlarca yatırımcı ciddi sermaye kayıpları yaşamış, bu durum ABD ekonomisi için yıllarca sürecek derin bir resesyon sürecini başlatmıştır.

²³⁸ Klein, M. *Union Pacific: The Rebirth, 1894–1969*, University of Minnesota Press, Minneapolis 1989, s. 153 vd.

²³⁹ Nicholas, T. *Stock Market Swings and the Value of Innovation, 1908–1929*, içinde: N. R. Lamoreaux – K. L. Sokoloff (Ed.), *Financing Innovation in the United States, 1870 to Present*, MIT Press, 2007, s. 158-184, s. 4-5.

²⁴⁰ Nicholas, s.2

²⁴¹ Johansen, A. – Ledoit, O. – Sornette, D. *Crashes as Critical Points*, 19 Ekim 1998, s. 2.

Borsa çöküşünün ardından, ABD hükümeti sermaye piyasalarında güveni yeniden tesis etmek amacıyla kapsamlı bir düzenleyici çerçeve oluşturmaya yönelmiştir. Bu kapsamda ilk olarak 1933 yılında Menkul Kıymetler Yasası (Securities Act of 1933) yürürlüğe girmiş ve yatırımcı korunmasına dair ilk düzenlemeler bu tarihte gerçekleşmeye başlamıştır. Bununla birlikte şirket yöneticilerinin içeriden bilgiye dayanarak yaptıkları işlemleri bildirme zorunluluğu getirilmiştir.

1934 yılında ise Securities Exchange Act of 1934 ile 16.madde düzenlemesi ABD hukukuna girmiştir. Bu düzenleme ile şirket yöneticileri, büyük pay sahipleri (%10'dan fazla paya sahip) ve şirket çalışanları içeriden öğrenen olarak tanımlanmıştır. Bu düzenleme sınırlı içeriden öğrenen kavramını sınırlı sayma yoluyla dar kapsamlı olarak ele almaktadır.²⁴² Aynı düzenleme ile içeriden öğrenen statüsündeki kişilerin, şirketin menkul kıymetlerinde 6 ay içinde gerçekleştirdikleri alım-satım işlemleri sonucunda elde ettikleri kazançlar şirkete iade etmesi zorunluluğu da düzenlenmiştir. Ancak düzenleme kapsamının dar tutulması, içsel bilgiyi alan- içsel bilgiyi veren gibi kavramların düzenlenmemesi gibi sebeplerle doktrin tarafından eleştirilmiştir.²⁴³ Bu eleştiriler zaman içinde haklılığını göstermiş ve yargılamalar sınırlı sayma yoluyla ele alınan tanımdan kurtulmak amacıyla aynı kanunun 10.maddesindeki aldatma ve dolandırıcılığa ilişkin hükümlere kaymıştır.²⁴⁴

Bu düzenlemeye göre, ulusal sermaye piyasalarında işlem yapan herhangi bir kişi, iletişim araçları veya posta yoluyla menkul kıymet alım-satımı esnasında aldatıcı davranışlarda bulunamayacak ya da esaslı konularda yanıltıcı beyanlar veremeyecektir. Böylece sermaye piyasalarında işlem yapan herkes içsel bilgileri elde ettiği takdirde içeriden öğrenen sıfatını kazanarak yargılanabilecektir.²⁴⁵

²⁴² Engle, s.475

²⁴³ Anderson, J. P. Insider Trading: Law, Ethics, and Reform, Cambridge University Press, 2018, s. 28.

²⁴⁴ Clayton, J. P. The Two Faces of Janus: The Jurisprudential Past and New Beginning of Rule 10b-5, University of Michigan Journal of Law Reform, C. 47, S. 3, 2014, s. 853-892, s. 857.

²⁴⁵ Wang – Steinberg, s. 290. / Engle, s.17

1942 yılına gelindiğinde günümüzde hâlâ etkinliğini sürdüren SEC kuralları oluşturulmuştur. 1934 tarihli SEA m.10(b), menkul kıymetlerin alım satımında manipülatif ve aldatıcı işlemleri yasaklayan genel bir çerçeve hüküm getirmiştir. Ancak düzenleme oldukça soyut kaldığı için SEC, 1942’de Rule 10b-5’i çıkarmış ve sahte beyan, önemli bilgiyi gizleme ve dolandırıcılık amaçlı her türlü planı açıkça yasaklamıştır.²⁴⁶ Böylece 10(b) çerçeve hüküm olarak kalırken, 10b-5 içeriden öğrenenlerin ticareti dahil pek çok fiili somut biçimde düzenleyen temel kural haline gelmiştir. Bu hüküm, içeriden öğrenenlerin ticareti de dâhil olmak üzere pek çok piyasa suistimali türünün kovuşturulmasında ana hukuki dayanak hâline gelmiştir.²⁴⁷ ABD sermaye piyasası hukukunda § 10(b)/SEC Rule 10b-5 düzleminde “içeriden öğrenen” terimi metinde kullanılmamış olsa da SEA m.10’a benzer şekilde metin yalnızca “any person” ifadesini kullanmıştır. Bu çerçevede sadece yöneticiler değil; çalışanlar, geçici içeriden öğrenenler (ör. danışmanlar, avukatlar), aile içi güven ilişkisi bulunan kişiler, tip veren–tip alan ilişkisi içindekiler ve dışarıdan bilgiyi kötüye kullananlar da somut olayın koşullarına göre 10b-5 kapsamında sorumlu olabilecektir. Ancak yine belirtmek gerekir ki 10b-5 bakımından ise “içeriden öğrenen” terimi tanımsal olarak kullanılmadığından aşırı genelleme niteliğindedir. Bu belirsizlikler, zamanla yargı içtihatları ve mahkeme kararları aracılığıyla doldurulmuş ve içeriden öğrenenlerle ilgili hukuki çerçeve netleştirilmiştir.²⁴⁸ Öte yandan, bu döneme kadar verilen yargı kararları ağırlıklı olarak şirket yöneticilerinin pay sahiplerine karşı taşıdığı sadakat ve bilgi verme yükümlülüklerine odaklanmıştır.²⁴⁹

²⁴⁶ Bu yasaklar; (i) dolandırıcılık amacı güden plan veya düzenek kurulması, (ii) maddi gerçeğe aykırı beyan ya da önemli bir hususun gizlenmesi ve (iii) aldatıcı davranışlarda bulunulması şeklinde sıralanabilir.

²⁴⁷ Clayton, s.862

²⁴⁸ Davis, H. S. (Ed.), Insider Trading Law and Compliance Answer Book, Practising Law Institute, 2013, s. 338.

²⁴⁹ Örnekler için bakınız Strong & Repide Davası (1909) Şirketin büyük ortağı ve aynı zamanda yöneticisi olan Repide şirkete ait arazileri devlete satmak için teklif almıştır. Bunun üstüne şirketin diğer pay sahibi olan Strong ailesinin paylarını kendi hakkında bilgi vermeden almıştır. Davacı aile kişinin yönetim kurulu başkanı olmadığını ve şirket tekliflerinden haberdar olmadıklarını belirterek dava açmıştır. Dava sonucu mahkeme aileyi şirket yöneticisi ile pay sahibi arasındaki güven ilişkisinden bahseder haklı bulmuştur.

Bu kapsamda Cady, Roberts & Co. Davası²⁵⁰ söz konusu düzenlemeyi kullanan ilk içtihatların oluşmasına sebep olmuştur.²⁵¹ Davanın konusunu, Curtiss-Wright Co. yönetim kurulu üyesi Codwin'in, şirketin temettü dağıtımını azaltma yönündeki stratejik kararını, Cody, Roberts & Co. yatırım şirketinin ortağı Gintel ile paylaşması oluşturmaktadır. Gintel, söz konusu kamuya açıklanmamış bilgiye ulaşır ulaşmaz, Curtiss-Wright Co. paylarını hızla elden çıkarmış ve temettü indirimi sonrası oluşacak zarardan kaçınarak kendisini güvence altına almıştır. Böylece, halka açık piyasalarda diğer yatırımcıların erişimine kapalı olan bir bilgiyi kullanarak haksız bir kazanç elde etmiştir. Mahkemede adı geçen yönetici, Gintel'e ilettiği bilginin kamuya açıklanmamış olduğunun farkında olmadığını ve Gintel'in pay satışı yapması için onu aldatıcı veya yönlendirici herhangi bir beyanda bulunmadığını iddia etmiştir. Davanın konumuz açısından önemi ise mahkemenin daha sonra birçok davada da kullanılacak olan açıkla veya kaçın ilkesini benimsemesidir. Buna göre içeriden öğrenen olarak kabul edilmenin sonucunda içsel bilgiye sahip kişinin ya söz konusu bilgiyi kamuya açıklaması ya da bu bilgiye dayanarak herhangi bir menkul kıymet işlemi yapmaktan imtina etmesi gerektiği belirtilmiştir. Yapılan değerlendirme sonucunda mahkeme, Gintel'in kamuya açıklanmamış içsel bilgiye dayanarak gerçekleştirdiği işlemleri haksız kazanç niteliğinde değerlendirerek; Codwin'in bu bilgiyi paylaşma eylemini hukuka aykırı bulmuştur. Bu kararla birlikte mahkeme, Securities Exchange Act'in Rule 10b-5 düzenlemesini geniş yorumlayarak, yalnızca doğrudan içeriden öğrenen değil, bu kişilerden İçsel bilgiyi alanın da hukuki sorumluluğunun doğabileceğini ortaya koymuştur. Böylece SEC Rule 10'a uygun olarak bilgiye dayalı işlem yapan tüm piyasa katılımcılarını hukuki sorumluluk altına alabilecek bir çerçeve oluşturulmuştur. Benzer şekilde SEC v. Texas Gulf Sulphur²⁵² davasında²⁵³ da görüş devam ettirilmiştir. Özellikle, açıkla ya da kaçın kuralının

²⁵⁰In the Matter of Cady, Roberts & Co., U.S. Securities and Exchange Commission, File No. 8-8925, 40 S.E.C. 907

²⁵¹ U.S. Securities and Exchange Commission. In the Matter of Cady, Roberts & Co. (No. 8-8925), 40 S.E.C. 907, 8 Kasım 1961, SEC Historical Society, https://www.sechistorical.org/collection/papers/1960/1961_1108_CadyRoberts.pdf

²⁵² SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969).

²⁵³ Davanın temelinde, TGS şirketinin 1957 yılında Kanada'nın belirli bölgelerinde maden arama çalışmaları yürütmesi ve 1963 yılı itibarıyla oldukça verimli maden ocakları keşfetmesi bulunmaktadır. Ancak, şirket yönetimi ve çalışanları, bu önemli keşfi uzun bir süre kamuoyundan saklamış ve içsel bilgiyi kullanarak 1964 yılına kadar şirketin paylarını düşük değerden satın

yalnızca belirli unvan ve pozisyonlara sahip kişilerle sınırlı olmadığı, bilginin niteliğine göre herkes için geçerli olduğu yönündeki yaklaşım, içeriden öğrenenlerin ticareti yasağına ilişkin yargı pratiğini önemli ölçüde geliştirmiştir.²⁵⁴

3.1.1.1. Chiarella Kararı ve Sonrası

3.1.1.1.1. Chiarella Kararı²⁵⁵

Amerikan hukuk sisteminde içeriden öğrenen kavramına ilişkin yerleşik içtihatların yeniden şekillenmesinde dönüm noktalarından biri, Chiarella v. United States davası olmuştur.²⁵⁶ Söz konusu dava ile içeriden öğrenen kavramının sadakat yükümlülüğü ile ilişkisi ciddi bir sınanmaya maruz kalmıştır.²⁵⁷

Chiarella davasında sanık Vincent Chiarella, çalıştığı matbaa şirketinde, halka açıklanmamış bir şirket birleşmesi sürecine ilişkin içsel bilgileri, belgelerdeki hedef şirket isimlerini çözümleyerek elde etmiştir.²⁵⁸ Bu bilginin kamuya açıklanmamış olmasını fırsat bilen Chiarella, şirketin paylarının değer kazanacağını öngörerek payları toplamaya başlamış ve söz konusu bilgiyi kullanarak önemli ölçüde kazanç elde etmiştir. Bunun üzerine savcılık makamı, davalının birleşme ve devralma süreçlerine ilişkin içsel bilgiye erişimini gerekçe göstererek, içeriden öğrenen olarak nitelendirilmesi ve açıkla veya kaçın ilkesine tabi tutulması gerektiğini savunmuştur. Bölge mahkemesi ve üst mahkeme, davalının kamuya açıklanmamış esaslı bir bilgiye dayanarak işlem yaptığını

almışlardır. (SEC v. Texas Gulf Sulphur, 1971) Nisan 1964'te, şirket bu içsel bilgiyi kamuya açıklamış ve ardından paylarının değer kazanmasıyla, yönetim ve bazı çalışanlar ellerindeki payları primli fiyatlarla satarak önemli ölçüde kâr elde etmişlerdir. Ayrıca yalnızca şirket yönetimi ve çalışanları değil, şirkette görevli bazı bireylerin de bu bilgiyi dışarıdan belirli kişilere sızdırarak haksız kazanç elde etmelerine yardımcı olduğu tespit edilmiştir. Mahkeme, Cady, Roberts & Co. Davasında geliştirilen açıkla veya işlem yapmaktan kaçın kuralını bir kez daha teyit etmiş ve bu prensibin yalnızca SEA kapsamında açıkça içeriden öğrenen olarak tanımlanan kişiler için değil, içsel bilgiyi haksız menfaat sağlamak amacıyla elde eden veya kullanan herkes için geçerli olduğunu vurgulamıştır.

²⁵⁴ Langevoort, D. C. From Texas Gulf Sulphur to Chiarella: A Tale of Two Duties, CLS Blue Sky Blog, 8 Ocak 2018, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/01/08/from-texas-gulf-sulphur-to-chiarella-a-tale-of-two-duties/>

²⁵⁵ United States Supreme Court. Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980), Library of Congress, <https://tile.loc.gov/storage-services/service/ll/usrep/usrep445/usrep445222/usrep445222.pdf>

²⁵⁶ Chiarella v. United States.

²⁵⁷ Langevoort, s.10 vd.

²⁵⁸ Chiarella v. United States.

belirterek kişinin içeriden öğrenen olduğunu ve sorumlu tutulabileceğine hükmetmiştir. Üst mahkemenin yaklaşımına göre, kamuya açıklanmamış bir içsel bilgiye sahip olan herkes içeriden öğrenen olarak nitelendirilebilecektir.

Ancak ABD Yüksek Mahkemesi, bu yorumu SEA m.10(b) hükümlerine aykırı bularak kararı bozmuştur.²⁵⁹ Yüksek Mahkeme'ye göre, açıkla ya da işlemde kaçın ilkesinin uygulanabilmesi için taraflar arasında bir emanet ya da güven ilişkisi bulunması gerekmektedir. Zira SEA 10(b) hükmü yalnızca aldatıcı fiilleri yasaklamakta olup; açıklama yükümlülüğü, ancak taraflar arasında bir güven ilişkisi mevcutsa geçerlilik kazanmaktadır. Böylece Yüksek Mahkeme, SEA 10(b) hükmünün yalnızca aralarında güven ilişkisi bulunan kişi ve taraflara uygulanabileceğini, kişinin içeriden öğrenen olarak nitelendirilemeyeceğini ve içeriden öğrenen olarak nitelendirilmeyen bir kişinin kamuya açıklanmamış bilgiyi kullanarak işlem yapmasının adil olmayan bir davranış teşkil etse dahi, bu durumun 10(b) kapsamında cezalandırılmayacağına hükmetmiştir.²⁶⁰

Yargıç Burger, çoğunluk görüşüne karşı çıkararak farklı bir yorum benimsemiştir. Burger'a göre, işlemde kaçınma yükümlülüğü yalnızca özel menfaat sahiplerine değil, genel olarak kamuya karşıdır. Dolayısıyla, gizli bilgilere hukuka aykırı şekilde ulaşan ve bu bilgilere dayanarak işlem yapan bir yatırımcı, piyasada adil olmayan bir avantaj elde etmiş olur. Yargıç Blackmun da Burger'a katılarak dürüst yatırımcıların meşru yollarla erişemeyeceği nitelikteki içsel bilgilere sahip bir kişinin, bu bilgileri kullanmasının başlı başına hukuki sorumluluğa yol açabileceğini savunmuştur. Bu yaklaşıma göre, kişide sadakat yükümlülüğü olmasa ve içsel bilgiyi doğrudan bir içeriden öğrenenden almamış olsa dahi, bilgiyi elde etmiş olması onu, başlı başına içeriden öğrenen yapmak için yeterli kabul edilmelidir. Ayrıca içsel bilgiye sahip bireylerin işlem yaptıkları muhataplara karşı açıklama yükümlülüğünün, sadakat yükümlülüğünün doğal bir uzantısı

²⁵⁹ Chiarella v. United States.

²⁶⁰ Mahkeme üyelerinden yargıç Burger, sanığın işvereninden elde ettiği gizli bilgileri "kötüye kullandığı" ve kişisel çıkarı için haksız yere kullandığı gerekçesiyle mahkûmiyeti onanmasına dair muhalefet şerhi koymuştur. Ayrıntılar için bkz. Newkirk, T. C. – Robertson, M. A. Insider Trading – A U.S. Perspective, Konferans Konuşması, U.S. Securities and Exchange Commission, 19 Eylül 1998, <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>

olduğu yönünde genel bir kabul bulunmaktadır.²⁶¹ Nitekim, şirket yöneticileri, üst düzey çalışanlar ve içsel bilgiye sistematik erişimi olan diğer personelin içeriden öğrenen olarak kabul edilmesi ve bu kişilerin sadakat ile özen yükümlülüğü altında oldukları hususunda tartışma bulunmamaktadır.

Bu noktada, içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilecek kişilerin bilgiyi edinme yönteminin, hukuki sorumluluğun belirlenmesinde ne derece etkili olduğu sorusu gündeme gelmektedir. Görevi veya kurumsal konumu gereği içsel bilgiye ulaşan kişilerin içeriden öğrenen olarak değerlendirilmesi genel kabul görmüş bir yaklaşımdır.²⁶² Buna karşılık, kişi herhangi bir sadakat yükümlülüğü doğuracak görev veya konumdan bağımsız olarak içsel bilgiye ulaşmışsa, Chiarella kararına göre içeriden öğrenen olarak tanımlanması mümkün değildir.

Bazı hukukçular, bu yaklaşımın yetersiz olduğunu savunmaktadır.²⁶³ Özellikle yönetici veya önemli pay sahibi konumundaki kişilerin, her durumda adil işlem yapma yükümlülüğü ve sadakat sorumluluğu altında oldukları ileri sürülmektedir.²⁶⁴ Bu anlamda, özellikle bilgiye erişimin nasıl sağlandığının somut olaylarda ispatlanmasının zorluğunun bu denli yükseltilmesi bu kişilerin sorumluluklarından kurtulmak için seçebileceği bir yol oluşturabilecektir. Örneğin, içeriden öğrenen konumunda bulunan bir şirkete ilişkin bilgiyi doğrudan müvekkilinden değil de üçüncü bir kişiden edinen bir avukatın, Chiarella kararı uyarınca cezai sorumluluğunun doğmaması mümkündür. Mahkeme bu yaklaşımını *“Konuşma yükümlülüğü olmayan bir durumda dolandırıcılık söz konusu olamaz.”*²⁶⁵ Sözüyle net biçimde ortaya koymuştur. Ne var ki, söz konusu boşluklar, özellikle Yargıç Burger’ın Chiarella kararına ilişkin muhalefet şerhinde

²⁶¹ Langevoort, s.20

²⁶² Fairfax, L. M. Whitman and the Fiduciary Relationship Conundrum, Fordham Law Review, C. 89, S. 2, 2020, s. 409-432, <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol89/iss2/2> , s. 414.

²⁶³ Langevoort, s.23

²⁶⁴ Langevoort, s.23

²⁶⁵ "There can be no fraud absent a duty to speak." Bu ifade, Anglo-Amerikan hukuk sisteminde susarak aldatma durumlarının yalnızca özel bir açıklama yükümlülüğünün bulunduğu hâllerde dolandırıcılık olarak değerlendirilebileceğini ortaya koyar. Özellikle içeriden öğrenenlerin ticareti bağlamında bu ilke, yalnızca güven ilişkisi mevcutsa bireyin bilgiyi açıklamadan menfaat sağlamasının hukuka aykırı sayılabileceğini ifade eder. Bu görüş, Chiarella v. United States kararında açık biçimde dile getirilmiş ve "There can be no fraud absent a duty to speak" şeklinde formüle edilmiştir.

temellendirilen ve daha sonra mahkeme içtihadına yansıyan güveni kötüye kullanma teorisi aracılığıyla giderilmeye çalışılmıştır.²⁶⁶

Chiarella davası, içsel bilgiyi alanın sorumluluğunu yalnızca içeriden bilgi veren kişinin sadakat yükümlülüğünü ihlal ettiği durumlarla sınırlı tutmuştur. Sorumluluğun doğması için, içsel bilgiyi alanın içsel bilgiyi verenin ihlal ettiği sadakat yükümlülüğüne fiilen ve bilerek iştirak etmiş olması şart koşulmuştur. Chiarella kararına göre eğer içsel bilgiyi alan, aktarılan içsel bilgiyle işlem yapmamışsa, yalnızca bilgi aktarımı fiili, tek başına Rule 10b-5 kapsamındaki dolandırıcılık yasağını ihlal etmez. Dolayısıyla, işlem gerçekleşmişse, içsel bilgiyi verenin sorumluluğunun doğması için yalnızca bilginin verilmiş olması yeterli değildir; ayrıca bilginin aktarılma amacı da dikkate alınmalıdır. İçsel bilgiyi veren, aktardığı bilginin gizli ve maddi nitelik taşıdığını bilmekte olmalı ve bu bilginin içsel bilgiyi alan tarafından kullanılacağını ya da üçüncü kişilere aktarılacağını ya doğrudan bilerek ya da ciddi bir ihtimali umursamayacak ölçüde ağır ihmal içinde olarak göz ardı etmiş olmalıdır.²⁶⁷

Bununla birlikte, bilgi paylaşımı şirketin menfaatleri doğrultusunda gerçekleştirilen meşru bir ticari amaca dayanıyorsa, bu eylem içsel bilgiyi verenin sadakat yükümlülüğünü ihlal ettiği şeklinde yorumlanmamaktadır.²⁶⁸ Nitekim şirket birleşmeleri gibi stratejik süreçlerde yapılan bilgi paylaşımı, meşru ticari amaç kapsamında değerlendirilebilir. Buna karşın, yalnızca nüfuz sahibi kişilerle ilişkileri güçlendirmek amacıyla gerçekleştirilen ve şirket açısından meşru bir çıkar sağlamayan bilgi aktarımları, içsel bilgi paylaşımını haklı gösteremeyecektir.

1983 yılında görülen *Dirks v. SEC* davası²⁶⁹ da benzer şekilde sonuçlanmıştır. Yüksek Mahkeme, söz konusu kararında içsel bilgiyi alanın sorumluluğunun

²⁶⁶ Wang – Steinberg, s.411

²⁶⁷ *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980).

²⁶⁸ Langevoort, s.28

²⁶⁹ *Dirks* davasında, yatırım danışmanı Raymond Dirks, bir sigorta şirketi olan Equity Funding of America'nın mali tablolarında sistematik bir sahtecilik ve dolandırıcılık yapıldığını şirkette çalışmış eski bir personelden öğrenmiştir. Bu bilgiyi doğrulamak amacıyla şirket üzerinde incelemeler yapan Dirks, edindiği bulguları yalnızca düzenleyici otoritelere iletmekle yetinmemiş, aynı zamanda portföyünde bu şirketin hisse senetleri bulunan bazı müşterileriyle ve diğer yatırımcılarla

ancak içsel bilgiyi verenin davranışına bağlı olarak doğabileceğini kabul etmiştir. Her ne kadar şirketin danışmanları, avukatları ve bağımsız denetçileri gibi kişiler geçici içeriden öğrenen olarak nitelendirilse de mahkemenin belirlediği kişisel menfaat şartı bu işlemlerin ispatını zorlaştırmış ve özellikle uzak tippee sorumluluğunun tesisini güçleştirmiştir.²⁷⁰ Böylece Dirks kararıyla birlikte Rule 10b-5 kapsamında sadece içsel bilgiye sahip olmak tek başına ihlal teşkil etmediği; bilginin kaynağına ilişkin güven ve sadakat yükümlülüğü ihlali arandığına dair Chiarella davası desteklenmiş dahası içsel bilgiyi alanlar için kişisel menfaat unsurları da aranması zorunlu hale getirilmiştir. Bu sınırlayıcı yaklaşım, özellikle sosyal ilişkiler veya dolaylı bilgi aktarımı yoluyla içsel bilgiye erişen kişilerin tanımlamalarında sorunlara neden olmuş ve ciddi uygulama boşluklarına yol açmıştır.²⁷¹ Çünkü Dirks kararında vurgulanan kişisel menfaat kriteri, modern finansal sistemin karmaşıklığı karşısında yetersiz kalacak ve içeriden öğrenen tanımı ve sorumluluğunda kişinin, etkili biçimde cezalandırılmasını engelleyen bir boşluk yaratacaktır.²⁷² Bu dönem aynı zamanda, ABD hükümetinin içeriden öğrenenlerle daha etkin biçimde mücadele etmeye başladığı ve klasik teorinin yetersizlikleri çerçevesinde sorgulanmaya başlandığı bir dönem olmuştur.

3.1.1.1.2. Rule 14e-3

Chiarella kararının ardından, SEC, Rule 14e-3 düzenlemesini yürürlüğe koymuştur.²⁷³ Bu düzenleme, şirket birleşme ve devralma süreçlerine ilişkin olarak içeriden öğrenilen bilgilerin kullanılmasını yasaklamayı hedeflemektedir. Rule 14e-3, güven ilişkisi mevcut olsun ya da olmasın, şirket birleşmesi veya devralması teklifine dair önemli ve gizli bilgiyi öğrenen bir kişinin bu bilgiye

da paylaşmıştır. Bu bilgileri alan yatırımcılar hızla şirket hisselerini satmış, böylece piyasada söz konusu hisse senetlerinin değerinde ciddi bir düşüş meydana gelmiştir. Olayın ardından Dirks hakkında, içeriden öğrenilen bilgiyi üçüncü kişilere aktarmak suretiyle haksız kazanç sağladığı gerekçesiyle içeriden öğrenenlerin ticareti suçlaması yöneltilmiştir.

²⁷⁰ Karmel, R. S. (2018). The fiduciary principle of insider trading needs revision. *Washington University Journal of Law & Policy*, 56, 121–134. https://openscholarship.wustl.edu/law_journal_law_policy/vol56/iss1/13 s.124

²⁷¹ Heminway, s.81 vd.

²⁷² Epstein s.1507

²⁷³ Miller, S. P. (1990). Validity challenges to SEC Rule 14e-3. *The John Marshall Law Review*, 23(2), 305–328.

<https://repository.law.uic.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1917&context=lawreview> s.309

dayanarak menkul kıymet alım satımı gerçekleştirilmesini dolandırıcılık olarak nitelendirmektedir. Satın alma teklifinin önemli bir aşamaya ulaştığı durumlarda, içsel bilgiye sahip kişilerin bu bilgiyi kullanarak işlem gerçekleştirmeleri yasaklanmış ve bu yolla piyasa manipülasyonlarının önüne geçilmesi amaçlanmıştır.²⁷⁴ Bu hüküm, yalnızca şirket çalışanları, yöneticiler, avukatlar ve danışmanlar gibi klasik içeriden öğrenen statüsündeki kişilerle sınırlı değildir. Ayrıca, bu düzenleme klasik içeriden öğrenenlerden dolayı biçimde bilgi edinen içsel bilgiyi alanların ve bu bilgileri rastlantısal yollarla edinerek işlem yapan remote tippee'leri de kapsamına almaktadır. Kanun koyucu, bu maddeyle birlikte bilgiye sahip kişinin, sadakat ilişkisi bulunup bulunmadığına bakılmaksızın içeriden öğrenen tanımı kapsamında olduklarını netleştirmiştir. Zira gelişen dijital teknolojiler, içsel bilgilere yasa dışı yollarla erişimi her zamankinden daha kolay hâle getirmiş ve yalnızca sadakat ilişkisine dayalı tanımlamaları yetersiz bırakmıştır.

3.1.1.1.3. O'Hagan Davası²⁷⁵

Her ne kadar güveni kötüye kullanma teorisinin yargı içtihadına yerleşmesini sağlayan temel karar United States v. O'Hagan²⁷⁶ olsa da, bu teoriye ilk kez 1985 yılında United States v. Winans davasında²⁷⁷ başvurulmuştur. Ancak yargıçlar arasında 4-4 eşitlik sağlandığı için alt mahkeme kararı içtihat teşkil etmeksizin onanmıştır.

²⁷⁴ Wang – Steinberg, s.717

²⁷⁵ United States v. O'Hagan

²⁷⁶ United States v. O'Hagan

²⁷⁷ Dava konusu olayda, The Wall Street Journal'da köşe yazarı olarak çalışan R. Foster Winans, kaleme aldığı yazıların şirketlerin pay değerleri üzerinde doğrudan etkili olduğunu gözlemlemiştir. Bu nedenle, Winans yazılarını yayımlanmadan önce bir borsa brokeri ve oda arkadaşıyla paylaşarak, birlikte ciddi miktarda kazanç elde etmişlerdir. (United States v. Winans, 1986) Savcılık, Winans'ı gazetecilik görevini kötüye kullanarak Wall Street Journal'ın mülkiyetine ait bilgileri hukuka aykırı biçimde üçüncü kişilerle paylaşmakla suçlamıştır. Winans'ın, gazeteye ait gizli bilgileri üçüncü kişilerle paylaşarak borsada haksız kazanç sağladığı ileri sürülmüş ve ilgili mahkemece suçlu bulunmuştur. Dava, ABD Yüksek Mahkemesi'ne taşınmış; ancak yargıçlar arasında 4-4 eşitlik sağlandığı için alt mahkeme kararı içtihat teşkil etmeksizin onanmıştır. Bu dava ile birlikte, yalnızca şirket yöneticileri değil; bilginin kaynağına karşı sadakat yükümlülüğü bulunan her bireyin içeriden öğrenen olarak sorumlu tutulabileceği yönündeki yaklaşım kabul görmeye başlamıştır. United States v. Winans, 612 F. Supp. 827 (S.D.N.Y. 1985). <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/612/827/1575678/>

Emsal kararın çıktığı O'hagan davasında ise olay Minneapolis'ta Dorsey & Whitney adlı hukuk bürosunun ortağı James O'Hagan, bürosunun müvekkili Grand Metropolitan PLC'nin Pillsbury Company için gizli bir alım teklifi hazırladığını büro içinden öğrenmesiyle başlamıştır. Teklif kamuya açıklanmadan önce O'Hagan, Pillsbury opsiyonlarını büyük miktarda satın alır; teklif açıklandığında fiyat yükselince pozisyonlarını kapatıp milyonlarca dolar kâr elde eder.²⁷⁸ O'Hagan bu işlemleri ne bürosuna ne de müvekkile bildirir. Olay SEC soruşturması ve §10(b)/Rule 10b-5 ile §14(e)/Rule 14e-3 kapsamında ceza davasına uzanır. Davanın konusu, müvekkil ve işverenine karşı güven/sadakat borcunu ihlal ederek bilgiyi kullanan bir 3. kişinin işlem yapmasıyla içeriden öğrenen sıfatının kazanılıp kazanılmayacağıdır. Yüksek Mahkeme, şirketlere ait gizli bilgilerin mülkiyet hakkı kapsamında değerlendirildiğini, O'Hagan'ın bu bilgileri kamuya açıklamaksızın kendi menfaati doğrultusunda kullanmasının, bilginin kaynağıyla arasındaki güven ilişkisini ihlal ettiğini ve bu ihlalin dolandırıcılık teşkil ettiğini hükme bağlamıştır. Mahkeme ayrıca içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin hukuki değerlendirmelerin yalnızca dolandırıcılık ve aldatma kapsamında ele alınmaması, aynı zamanda sermaye piyasalarının bütünlüğünü ve yatırımcı güvenini koruyacak şekilde yorumlanması gerektiğini ifade etmiştir.²⁷⁹ Bu doğrultuda, içeriden öğrenenlerin ticareti yalnızca şirket pay sahiplerini değil, aynı zamanda sermaye piyasalarının bütününe duyulan güveni zedeleyen bir fiil olarak değerlendirilmiş ve bu nedenle menkul kıymetler hukukunda temel koruma normlarından biri olarak kabul edilmiştir. O'Hagan'ın gerçekleştirdiği eylem, SEA 10(b) maddesi ve Rule 10b-5 hükümleri kapsamında piyasa suistimali olarak nitelendirilmiştir.²⁸⁰ Söz konusu dava, klasik teorisinin içeriden öğrenen tanımını yalnızca şirketle organik bağı olan kişilerle sınırlayan yaklaşımının terk edilmesine neden olmuş ve bunun yerine güveni kötüye kullanma teorisinin yargı içtihadında benimsenmesini sağlamıştır.²⁸¹

²⁷⁸ Yaklaşık \$4.3 milyon kar ettiği tespit edilmiştir.

²⁷⁹ Yüksek Mahkeme, menkul kıymet dolandırıcılığı düzenlemelerinin temel amaçlarından birinin, piyasa bütünlüğünü korumak olduğunu içtihat çerçevesinde kabul etmiştir

²⁸⁰ United States v. O'Hagan

²⁸¹ Davis, H. S. (Ed.). (2013). Insider trading law and compliance answer book. Practising Law Institute. s.332

1997 tarihli *United States v. O'Hagan* kararıyla birlikte ABD Yüksek Mahkemesi, güveni kötüye kullanma teorisini içtihat hukukunda resmen benimsemiştir.²⁸² Bu teoriye göre, güven ilişkisi içinde olduğu bir kişi ya da kurumdan elde ettiği gizli ve önemli bilgiye sahip kimse içeriden öğrenendir ve içeriden öğrenen bu bilgiyi şahsi menfaat amacıyla kullanırsa, Rule 10b-5 kapsamında dolandırıcılık suçu işlemiş sayılır.²⁸³ Karar, içeriden öğrenilen bilgilere dayalı işlemlerde yalnızca alım-satım yapılan tarafa karşı değil, bilgiyi sağlayan tarafa karşı da açıklama yükümlülüğünün doğabileceğini kabul ederek, hukuki sorumluluğun kapsamını genişletmiştir.²⁸⁴ Ayrıca, söz konusu gizli bilgi üçüncü kişilere aktarılır ve bu kişiler de bilgiyi kötüye kullanma amacıyla edinerek işlem yaparsa, onlar da Rule 10b-5'in hükümlerini ihlal etmiş sayılır. Bununla birlikte, karar kapsamında tartışılmalı hale gelen önemli bir husus, ailevi ve arkadaşlık ilişkileri bağlamında kurulan güven ilişkilerinin hukuki nitelendirmesidir. Mahkemenin önünde duran temel meselelerden biri, kişisel ilişkiler – özellikle aile ve arkadaşlık bağları – çerçevesinde edinilen bilgilerin içeriden öğrenilen bilgi kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceğidir. Daha açık bir ifadeyle ailenin içeriden öğrenen olup olmaması değerlendirilmesi nasıl yapılmalıdır? Aile ve arkadaşlık bağları, kural olarak hukuken tanınmış bir sadakat ilişkisi oluşturmaz.²⁸⁵ Ancak bu tür ilişkilerde paylaşılan bilgiler, çoğunlukla samimiyete ve güvene dayanır. Bu bağlamda bazı doktrin görüşlerine göre, aile üyeleri ve yakın arkadaşlar arasında kurulan kişisel güven ilişkisi, her ne kadar hukuken tanınmış bir güven ve sadakat ilişkisi olmasa da fiili sadakat ilişkisi kapsamında değerlendirilmelidir.²⁸⁶

Bu değerlendirme, mahkemelerin aile ve arkadaşlık ilişkilerine ilişkin geleneksel yaklaşımına dayanmaktadır. Önceki yargı kararlarında, yalnızca akrabalık veya arkadaşlık bağlarına dayanarak bir sadakat veya güven ilişkisinin varlığı kabul edilmemiştir.²⁸⁷ Söz konusu ilişkiler mahremiyet alanı içinde değerlendirilmiş ve

²⁸² Grzebielski, R. J. (2002). Friends, family, fiduciaries: Personal relationships as a basis for insider trading violations. *Catholic University Law Review*, 51(2), 467–504. <https://scholarship.law.edu/lawreview/vol51/iss2/4> s.477

²⁸³ Bainbridge (2023), s.101

²⁸⁴ Fairfax , s.411 vd.

²⁸⁵ Grzebielski, s. 468-469.

²⁸⁶ Grzebielski, s.470 vd.

²⁸⁷ *United States v. Chestman*, 947 F.2d 551 (2d Cir. 1991).

mahkemeler bu ilişkilerde güven ilişkisinin varlığını irdelemekten kaçınmıştır. Buna karşılık, daha geniş kapsamlı bir yaklaşıma göre, aile üyeleri ve yakın arkadaşlar arasında gerçekleşen bilgi paylaşımlarının doğal olarak güven ilişkisine dayandığı kabul edilmelidir.²⁸⁸ Zira içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasakların temel amacı, adil ve şeffaf bir piyasa düzeninin korunmasıdır. Bu nedenle yalnızca kurumsal düzeydeki güven ve sadakat ilişkileri değil, fiilen var olan güven ilişkileri de dikkate alınmalıdır. Nitekim bazı akademisyenler, içeriden öğrenen işlemlerinde asıl belirleyici unsurun, bilginin nasıl elde edildiği olduğunu savunmuş; özellikle ailevi veya dostane ilişkiler sayesinde edinilen bilgilerin adil olmayan bir piyasa avantajı doğuracağını belirtmiştir.²⁸⁹ Bu nedenle, bu tür kişisel ilişkilere dayalı bilgi edinimiyle yapılan işlemler, Rule 10b-5 kapsamında ihlal olarak değerlendirilmiştir. Aksi takdirde, içeriden bilgiye dayalı işlemlerin kişisel ilişki kılıfı altında meşrulaştırılması gibi ciddi bir risk doğacaktır. Bu duruma karşı mahkeme ailenin risk kapsamında olduğunu ve bilgiyi öğrenmesi durumunda içeriden öğrenen olacağına karar vermiştir.

3.1.1.2. Sarbanes-Oxley Act (SOX Act) ve Sonrası

Sarbanes-Oxley Act (SOX)²⁹⁰, 2001 yılında yaşanan Enron ve WorldCom skandalları²⁹¹ gibi büyük ölçekli finansal manipülasyon ve içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin olaylara karşılık olarak 2002 yılında yürürlüğe konulmuştur. Bu

²⁸⁸ Johnson, D. L. – Greffinius, R. Insider Trading by Friends and Family: When the SEC Alleges Tipping, Business Law Today, American Bar Association, Ağustos 2011, <https://businesslawtoday.org/2011/08/insider-trading-by-friends-and-family-when-the-sec-alleges-tipping/>

²⁸⁹ Grzebielski, s.366.

²⁹⁰ Sarbanes–Oxley Act, 30 Temmuz 2002’de yürürlüğe girmiştir.

²⁹¹ Enron Skandalı (2001), enerji sektöründe faaliyet gösteren büyük bir Amerikan şirketi olan Enron’un, karmaşık muhasebe teknikleri ve dış bilanço işlemleri kullanarak finansal durumunu yanlış raporlama skandalıdır. Enron, bu işlemleri şirketin finansal sağlığını daha güçlü göstermek amacıyla yaptı, ancak sonunda gerçek finansal durumu ortaya çıkınca şirket iflas etti. Bu skandal, Enron’un muhasebe firması Arthur Andersen tarafından onaylanan işlemlerle daha da büyüdü ve yaklaşık 20.000 çalışan işini kaybetti. Hisse senetlerinin değerinin şişirilmesiyle yatırımcılar kandırıldı. WorldCom Skandalı (2002) ise, Amerikalı telekomünikasyon devi WorldCom’un 3,8 milyar dolar değerinde gelirini yanlış raporlayarak muhasebe hilelerine başvurmasıyla patlak verdi. Şirketin üst düzey yöneticileri, giderleri yanlış şekilde sermaye olarak kaydederek şirketin kârını şişirdi. Skandalın ardından şirket iflas etti ve CEO ile CFO gibi üst düzey yöneticiler cezalandırıldı.

gelişmeler neticesinde, menkul kıymet ihraç eden şirketlere yönelik ciddi düzenlemeler yürürlüğe konulmuştur.

2002 yılında yürürlüğe giren SOX 403. maddesine göre, bir şirketin pay senetlerinin %10 veya daha fazlasına sahip olan pay sahipleri de içeriden öğrenen statüsünde kabul edilmektedir. Aslında 1934 tarihli SEA 16. maddesinde zaten %10 ve üzeri pay sahipleri içeriden öğrenen olarak tanımlanmıştı. Ancak SOX 2002, bu maddeyi güncellemiş ve bildirim yükümlülüklerini sıkılaştırmıştır. Buna göre içeriden öğrenen statüsünde olan kişiler, yaptıkları menkul kıymet işlemlerini SEC'e bildirmekle yükümlüdürler. Bu bildirim, ilgili yasal düzenlemede belirtilen form kullanılarak, işlem tarihinden itibaren en geç iki iş günü içerisinde SEC'e sunulmak zorundadır.

Daha önemlisi ise SOX ile getirilen 18 U.S.C §1348 (Securities Fraud Statute) düzenlemesidir. Bu düzenlemeye kadar, özellikle içsel bilgiyi veren- içsel bilgiyi alan ilişkileri, ispatı güç ve yoruma açık kavramları beraberinde getirerek uygulamada belirsizlik yaratmıştır.²⁹² Bu durumun temel nedeni, söz konusu hukuki kavramların mahkeme içtihatlarıyla sürekli biçimde şekil değiştirilmesidir.²⁹³ Bu doğrultuda ABD Ceza Kanunu'na eklenen 1348 maddesi ile mevcut sorunlara alternatif bir çözüm getirilmiştir. Maddeye göre, herhangi bir menkul kıymet işlemiyle bağlantılı olarak hileli bir plan tasarlamak veya yürürlüğe koymak, yanıltıcı beyanlarda bulunmak veya bu tür beyanlarla para ya da mülk elde etmek açıkça yasaklanmıştır. Bu hüküm, Rule 10b-5'e kıyasla çok daha geniş kapsamlı ve esnek bir dil kullanılarak kaleme alındığından, yargı içtihatlarına bağımlılığı azaltmış ve gelecekte ortaya çıkabilecek yeni tür dolandırıcılık vakalarına karşı daha dayanıklı bir normatif yapı oluşturmuştur.²⁹⁴ 1348 hükmü, ilk ciddi uygulama sınavını United States v. Blaszczak²⁹⁵ davasında

²⁹² Woody, K. E. The New Insider Trading, Arizona State Law Journal, C. 52, 2020, s. 594-644, s. 617.

²⁹³ Senatör Patrick Leahy ve bazı Kongre üyeleri, içeriden bilgiye dayalı işlemlerde savcılık makamlarının delil toplamakta ve suçun unsurlarını ispatlamakta zorlandığını, mevcut sistemin ise dağınık ve parçalı bir yapıya sahip olduğunu belirterek kapsamlı bir reform ihtiyacına dikkat çekmişlerdir.

²⁹⁴ Woody, s.617

²⁹⁵ United States v. Blaszczak, 947 F.3d 19 (2d Cir. 2019). Dava, CMS (Centers for Medicare and Medicaid Services) çalışanı Christopher Worrall'ın kamuya açıklanmamış Medicare geri

vermiştir. Davada sanıklar hem SEC Rule 10b-5 hem de 18 U.S.C. 1348 kapsamında menkul kıymet dolandırıcılığı suçlamalarıyla yargılanmıştır. Rule 10b-5 kapsamında güven ilişkisi, kişisel menfaat ve içsel bilgiyi alanın bu menfaati bilip bilmediği gibi unsurların varlığı aranırken; 1348 kapsamında yalnızca hileli bir planın mevcudiyeti, dolandırıcılık kastı ve menkul kıymet işlemiyle bağlantı gibi daha temel kriterler dikkate alınmıştır. Bu kapsamda, sanıklar 1348 uyarınca mahkûm edilmiş; ancak aynı fiiller için Rule 10b-5 kapsamında beraat kararı verilmiştir.²⁹⁶ Sanık müdafileri, Dirks kararında geliştirilen kişisel menfaat testinin, 1348 açısından da geçerli olması gerektiğini savunarak kararı temyize taşımıştır. Ancak temyiz mahkemesi, Dirks testinin yalnızca Rule 10b-5 bağlamında içtihat hukuku ile geliştirildiğini, buna karşılık 1348'in bağımsız bir cezai düzenleme olarak farklı bir normatif temele dayandığını vurgulayarak, bu testin 1348 için uygulanmasının gerekli olmadığına hükmetmiştir.²⁹⁷ Blaszcak kararı, içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun yalnızca Rule 10b-5 hükümleri ve ilgili yargı içtihatları çerçevesinde sınırlı kalmadığını; 1348 gibi daha geniş ve esnek düzenlemeler ile de değerlendirilebileceğini ortaya koymuş ve uygulamada ispat yükünün azaltıldığı yeni bir yaklaşımı teyit

ödeme verilerini, eski CMS çalışanı ve danışman David Blaszcak'a ilemesiyle başlamıştır. Blaszcak, elde ettiği bu içsel bilgileri, Deerfield Management isimli hedge fonun çalışanları Robert Olan ve Theodore Huber'a ilemiştir. Bu bilgi alışverişi sonucunda, ilgili taraflar sermaye piyasalarında işlem yaparak milyonlarca dolar tutarında kazanç elde etmişlerdir.

²⁹⁶ Mahkûmiyet Kararı Yüksek Mahkeme tarafından bozulmuştur.

²⁹⁷ İkinci Daire, Blaszcak I'de CMS'nin gizli düzenleyici bilgisinin "property" sayılabileceğini ve §1348 bakımından Dirks'teki "personal benefit" testinin şart olmadığını belirterek mahkûmiyetleri onadı. United States v. Blaszcak.

etmiştir.²⁹⁸²⁹⁹ Ancak bu durum öğretide 1348 kapsamında tanımlanan menkul kıymet dolandırıcılığı suçunun, Rule 10b-5 kapsamında yer alan içeriden öğrenenlerin ticareti suçuna kıyasla daha düşük ispat yüküyle uygulanabilmesi sebebiyle eleştirilmiştir.³⁰⁰ Özellikle aynı fiilin hem ceza hem de hukuk yargılamalarına konu olduğu hallerde, adalet ilkesi ve ceza hukukunun temel prensipleri açısından çelişkili sonuçlar doğabilecektir.³⁰¹ Zira 1348'de kişisel menfaat, güven ilişkisi veya açıklama yükümlülüğü gibi karmaşık unsurlar aranmadığından, ceza davasında ağır yaptırımlar içeren bir mahkûmiyet kararına ulaşmak, hukuk davasında tazmin sorumluluğu belirlemekten daha kolay hale gelebilmektedir.³⁰² Bu gelişmeler, SEC'in karmaşık ispat yükü nedeniyle başarı oranı düşük olan Rule 10b-5 davalarından kaçınarak, savcılıkla iş birliği içinde 1348 kapsamında daha kolay sonuç alınabilecek ceza davalarına yönelmesine yol açabilecektir.³⁰³ Bu durumun içeriden öğrenen tanımlaması açısından anlamı ise kavrama atfedilen önem hakkındadır. Söz konusu düzenleme ile birlikte

²⁹⁸ Bir başka örnek olayda Slawson, TCMP3 Partners, L.P. hedge fonunun varlıklarını yöneten Titan Capital Management'ın kurucusu olarak karşımıza çıkmaktadır. İddialara göre Slawson, Carter's Inc. Şirketine ait çeyreklik ve yıllık kazançlara ilişkin henüz kamuya açıklanmamış önemli bilgileri, şirket içinden bilgi temin eden emekli bir analist aracılığıyla elde etmiş ve bu bilgiler doğrultusunda sermaye piyasasında işlem gerçekleştirmiştir. (Securities and Exchange Commission, 2007) Bu gelişmeler üzerine, savcılık Slawson hakkında yalnızca 1348 kapsamında menkul kıymet dolandırıcılığı suçlamasıyla dava açmıştır. Savcılık, Rule 10b-5 kapsamında herhangi bir suç isnadında bulunmamış, yalnızca 1348 hükümleri doğrultusunda iddianame düzenlemiştir. İddianamede ayrıca, Slawson'un söz konusu bilgilerin bir güven ilişkisini ihlal ederek elde edildiğini bildiği de ileri sürülmüştür. (Securities and Exchange Commission, 2007) Savunmasında Slawson, bilgi aktaran kişilerin herhangi bir kişisel menfaat elde ettiğine dair bir tespitin iddianamede yer almadığını vurgulamış ve bu sebeple kendisine yöneltilen suçlamanın Dirks v. SEC kararında yer alan tipper-tippee yapısına uygun düşmediğini ileri sürmüştür. Mahkeme ise, Slawson'un Rule 10b-5 değil, yalnızca 1348 kapsamında yargıldığını belirterek, savunmanın dayandığı tipper-tippee ilişkisine dair içtihatların, 1348 çerçevesinde bağlayıcı nitelikte olmadığını, zira bu görüşü destekleyen herhangi bir açık yasal düzenleme veya içtihat bulunmadığını ifade etmiştir. Dolayısıyla, mahkeme 1348 kapsamında yürütülen bir ceza davasında, Rule 10b-5'in tipper-tippee yapısını yargılamaya dahil etmenin hukuken yerinde olmadığına hükmetmiş ve Slawson'un mahkûmiyetine karar vermiştir.

²⁹⁹ Benzer şekilde, United States v. Melvin kararında da mahkeme, 1348 davalarında 10b-5'e özgü içtihatların geçersiz olduğu yönünde hüküm kurmuştur. Ne var ki Melvin kararında, mahkeme her ne kadar 1348 için Rule 10b-5 unsurlarının bağlayıcı olmadığını ifade etmiş olsa da, kararın gerekçelendirilmesinde yine bu unsurlara yer vermiştir. Bu durum, uygulamada normatif sınırların halen tam olarak netleştirilemediğini göstermektedir.

³⁰⁰ Byrne, M. T. United States v. Blaszcak Brings Insider Trading Law to a Tipping Point, Villanova Law Review, C. 66, S. 1, 2021, s. 187-218, <https://digitalcommons.law.villanova.edu/vlr/vol66/iss1/4> , s. 202-213.

³⁰¹ Byrne, s.213-214

³⁰² Buell, S. W. Culpability and Modern Crime, Georgetown Law Journal, C. 103, S. 3, 2015, s. 547-603, https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3257/ , s. 560 vd.

³⁰³ Woody, s.619

kavrama ilişkin güven-sadakat yükümlülükleri gibi temel teşkil eden yapıdan uzaklaşmış ve yalnızca fiile ve sonuçlarına bakılmıştır. Kaldı ki yapılan yargılamalarda ciddi bir içeriden öğrenen incelemesi de yapılmamıştır. Bu anlamda içeriden öğrenen kavramının ve buna ilişkin olarak sadakat-güven yükümlülüğü unsurlarının sermaye piyasası hukukundaki öneminin sorgulanması gibi bir sonuç ortaya çıkabilecektir.

3.1.1.3. Newswire Sonrası ve Senato Düzenlemeleri

SOX sonrası özellikle gelişen piyasalar ve globalleşmenin öne çıkmasıyla emsal kararlar verilmeye devam edilmiştir. Bu süreçte genel yönelimin içeriden öğrenen kavramının genişletilmesi olduğunu söylemek mümkündür. Bu davalarında ilkinde 2015 yılında gerçekleşen Newswire Hacking³⁰⁴ davaları, içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda değerlendirilen kişilerin kapsamını genişleten ve içeriden öğrenen kavramının şirket ile ilişkilerden tamamen bağımsız olarak değerlendirilmesine yol açan önemli bir davadır. Söz konusu davada, Doğu Avrupa kökenli bir hacker grubu, PR Newswire ve Marketwired gibi önde gelen ABD merkezli haber ajanslarının sistemlerine sızarak, kamuya açıklanmamış finansal raporlar, birleşme-satın alma bilgileri ve pay fiyatlarını etkileyebilecek diğer içsel verileri ele geçirmiştir. Bu bilgiler, Amerikalı ve Avrupalı yatırımcılara iletilmiş ve bu yatırımcılar, piyasada duyulmadan önce bu bilgilere dayanarak işlem yaparak büyük kazançlar elde etmiştir. Dava kapsamında, bu yöntemle 100 milyon doların üzerinde bir kar elde edildiği belirlenmiştir. Mahkeme, içeriden bilgiye erişim yönteminden ziyade, bu bilgilerin adil olmayan biçimde elde edilmesinin sorumluluğu belirlemede esas alınması gerektiğini belirtmiştir.³⁰⁵ Bu çerçevede, yasa dışı yollarla içsel bilgiye ulaşan hackerlar içsel bilgiyi veren olarak nitelendirilmiş; söz konusu bilgileri kullanarak menfaat sağlayan yatırımcılar ise içsel bilgiyi alan sıfatıyla hukuki sorumluluğa tabi tutulmuştur.

³⁰⁴ United States v. Dubovoy, No. 15-CR-00395 (D.N.J. filed Aug. 10, 2015).

³⁰⁵ Davanın asli unsuru güveni kötüye kullanma teorisinin "bilgi hırsızlığı" üzerinden tipper/tippee doktrinini kapsayıp kapsamadığıydı. Bu dava, güven ve sadakat yükümlülüğü aranmaksızın da tipper/tippee ilişkisi kurulabileceğini göstermesiyle önemlidir.

Bu davada mahkeme, herhangi güven ve sadakat ilişki değerlendirmesi olmasa da kişilerin içeriden öğrenen olarak değerlendirilebileceğini kabul etmiştir. Daha önceki içtihatlarda, bilgiyi edinen kişinin şirkete karşı güven ve sadakat yükümlülüğü içinde olması gerektiği yönünde yorumlar bulunmaktaydı. Bununla birlikte, söz konusu davada mahkeme, hukuki değerlendirmede esas alınması gereken unsurun bilginin kaynağı değil; piyasa açısından önem arz eden içsel bilgilere yasa dışı yollarla da olsa erişebilmesi olduğunu vurgulamıştır.³⁰⁶

Daha sonra ise özellikle shadow trading gibi tespiti zor konularda ABD mahkemeleri, içtihatlarını güncellemeye devam etmiştir. Shadow trading³⁰⁷ (Gölge Ticaret)³⁰⁸, doğrudan içsel bilgiye konu olmayan ancak bu bilgiden piyasa dinamikleri aracılığıyla dolaylı şekilde etkilenmesi muhtemel başka bir şirketin menkul kıymetleri üzerinde işlem yapılması durumunu ifade eder.³⁰⁹ Bu husus önemlidir çünkü pratikte yöneticilerin güven ilişkisi içinde oldukları şirketlere karşı işlem alarak değer düşürmeye çalıştıkları pek rastlanan bir durum değildir. Ancak rakiplerinin payları üzerinden işlem yaparak benzer sonuçlar elde edebilirler. Panuwat davası³¹⁰, yalnızca teorik düzlemde ele alınan gölge ticaret kavramını yargı önüne taşıyarak, bu yaklaşımın hukuki olarak uygulanabilirliğini test eden ilk emsal niteliğindeki dava olmuştur.

Panuwat, biyoteknoloji sektöründe faaliyet gösteren Medivation şirketinde kıdemli yönetici olarak görev yaparken, şirketin Pfizer tarafından satın alınacağını öğrenmiş ve bu bilgi henüz kamuya açıklanmadan önce sektördeki başka bir şirket olan Incyte Corporation'ın paylarını satın almıştır. SEC, Panuwat'ın Medivation'un devralınması duyurusunun biyoteknoloji sektöründe genel bir fiyat

³⁰⁶ SEC ve DOJ'un argümanı: "Adil olmayan bilgiye erişim, illegal amaçla kullanılıyorsa, kaynağın nereden geldiği ikincildir." Bu görüş, Rule 10b-5'in 'deceptive device' unsuru üzerinden temellendirilmiştir.

³⁰⁷ Terim ilk olarak 2020'de Todd Henderson ve Merritt Fox tarafından önerilmişti. Henderson, M. T. – Fox, M. Shadow Trading, Columbia Law Review, C. 121, S. 8, 2021, s. 1817-1872, <https://columbialawreview.org/content/shadow-trading/>

³⁰⁸ SPK Başuzmanı Yavuz Akbulak 7 Mart 2023 tarihli bir makalesinde "shadow trading" için "gölge alım satım işlemi" ifadesini kullanmıştır

³⁰⁹ Gross-Cassel, J. The Solution to Shadow Trading Is Not Found in Current Insider Trading Law: A Proposed Amendment to Rule 10b5-2, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, C. 28, S. 2, 2023, s. 439-468, s. 440.

³¹⁰ SEC v. Panuwat, No. 21-cv-06322-WHO (N.D. Cal., 17 Ağustos 2021).

artışı yaratacağını öngörerek, doğrudan çalıştığı şirketin değil, dolaylı etkilenecek başka bir şirketin paylarını satın alarak kazanç elde ettiğini ileri sürmüştür. 5 Nisan 2024 tarihinde, Kaliforniya Kuzey Bölgesi Federal Mahkemesi'nde sekiz gün süren bir jüri yargılaması sonucunda, Matthew Panuwat içeriden öğrenenlerin ticareti suçundan sorumlu bulunmuştur. Bu gelişme, içeriden öğrenen kavramının yalnızca bireysel işlem motivasyonlarıyla sınırlı kalmaması; piyasa bütünlüğü ve sektör temelli etkiler dikkate alınarak daha geniş bir perspektiften ele alınması gerektiğini göstermiştir.

3.1.1.3.1. Senato Düzenlemeleri

Amerika Birleşik Devletleri'nde, kamu görevlilerinin içeriden öğrenenlerin ticareti riskini azaltmak için çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerin en önemlisi şüphesiz ki STOCK Act ³¹¹(Stop Trading on Congressional Knowledge Act of 2012) olmuştur. Bu yasa, Kongre üyeleri ve federal düzeydeki diğer kamu görevlilerinin görevleri sırasında elde ettikleri içsel bilgileri kullanarak finansal kazanç sağlamalarını önlemeyi amaçlamaktadır. Bazı akademisyenler, yasal düzenleme olmasa dahi, kamu görevlilerinin – özellikle Kongre üyelerinin – halkla aralarında doğal bir sadakat yükümlülüğü bulunduğunu ileri sürmektedirler.³¹² Bu yaklaşıma göre, temsil yetkisinin doğasından kaynaklanan söz konusu yükümlülük, kamu görevlilerinin hem topluma hem de meslektaşlarına karşı dürüst davranmalarını zorunlu kılar.³¹³ Ancak bu yükümlülüğün daha somut bir hukuki temele dayandırılması amacıyla STOCK Act yürürlüğe konulmuştur.

Bizim için önemi ise kamu görevlilerinin içeriden öğrenen olup olmadığı sorusudur. 2012 yılında yürürlüğe giren düzenleme ile Kongre üyeleri ve çalışanlarının içeriden öğrenenlerin ticareti bakımından herhangi bir istisnaya tabi

³¹¹ ABD Kongresi üyeleri ve federal çalışanların içeriden öğrenenlere ilişkin yasaları ihlal edecek şekilde finansal işlem yapmalarını engellemeyi hedefleyen STOCK Act, 4 Nisan 2012'de yürürlüğe girmiştir. Yasa, özellikle kamu görevlilerinin elde ettiği hassas bilgileri kendi menfaatleri için kullanmalarını yasaklamış ve bu kapsamda şeffaflık ve raporlama yükümlülüklerini artırmıştır. Ayrıntı için bkz. Stop Trading on Congressional Knowledge (STOCK) Act of 2012, Pub. L. No. 112-105, 126 Stat. 291 (2012).

³¹² Johnson, V. R. The Fiduciary Obligations of Public Officials, St. Mary's Journal on Legal Malpractice & Ethics, 2019, s. 332-334.

³¹³ Johnson, s.334; Heminway, s.241

olmadığı ve bu kişilerin devletle aralarındaki güven ilişkisi temelinde sorumlu tutulabileceği açıkça hükme bağlanmıştır.

Söz konusu düzenlemenin yürürlüğe girmesine rağmen uygulamada yeterince etkin biçimde hayata geçirilemediği ve yaptırımların caydırıcılıktan uzak kaldığı gözlemlenmiştir. Öyle ki, 2018 yılında Kongre üyesi Chris Collins davası³¹⁴ ve 2013 yılında Brian Sutter vakasında³¹⁵ suçlamalara rağmen bir sonuç alınamamıştır. STOCK Yasası'nın etkinliğinin sınırlı kaldığını gösteren bir diğer örnek, COVID-19 pandemisi öncesinde yaşanan gelişmelerdir. Pandemiye dair bilgilere erken erişim sağlayan bazı ABD senatörleri, borsa çöküşünden önce büyük ölçekli pay satışları yaparak önemli zararları önlemiş ve bu durum kamuoyunda büyük tepki çekmiştir. Bu olaylar, STOCK Yasası'nın yeterliliği ve uygulanabilirliği konusunda ciddi tartışmalara yol açmıştır.³¹⁶

Anlatıldığı üzere içeriden öğrenenlerin ticareti ve içeriden öğrenen kavramları, ABD hukukunda uzun süre güven ilişkisi ve bu ilişkiden doğan sadakat yükümlülüğü çerçevesinde değerlendirilmiş olup hem akademik literatürde hem de içtihatla bu kavramsal çerçeve esas alınmıştır. Günümüzde ise bazı eyaletlerde, özellikle Delaware gibi ticaret hukuku bakımından öncü yargı alanlarında, şirketlerin kuruluş belgeleri aracılığıyla yöneticiler ile şirket veya yatırımcılar arasındaki güven ve sadakat yükümlülüklerin sınırlandırılması ya da tamamen kaldırılması, bu güven temelli sistemin sürdürülebilirliğini ciddi biçimde

³¹⁴ Chris Collins'in, yönetim kurulu üyesi olduğu Innate Immunotherapeutics şirketine ait başarısız ilaç denemesi sonucunda elde ettiği içsel bilgiyi oğluna ve onun kayınpederine aktarması, söz konusu kişilerin bu bilgiye dayanarak paylarını satıp zarardan kaçınmalarıyla sonuçlanmıştır. Bu gelişmeler neticesinde, Collins içeriden öğrenen olarak tanımlanmış ve içeriden öğrenenlerin ticareti suçundan suçlu bulunmuştur. Ne var ki, söz konusu mahkûmiyet kararı daha sonra dönemin ABD Başkanı Donald Trump tarafından verilen af kararıyla ortadan kaldırılmış ve Collins fiilen ceza almamıştır. Buna rağmen senatörlerin, içeriden öğrenen olabileceğine dair çok önemli bir emsal karar ortaya çıkmıştır.

³¹⁵ Temsilciler Meclisi'nin Ways and Means Komitesi'nde görevli olan Sutter'ın, sağlık sigortasına ilişkin henüz kamuya açıklanmamış bilgileri, Greenberg Traurig adlı lobcilik firmasında çalışan bir arkadaşıyla paylaştığı ileri sürülmüştür. Söz konusu lobici, elde ettiği bilgileri belirli hedge fonlara ileterek, haberin etkileyebileceği finansal araçlarda işlem yapılmasına olanak sağlamıştır. Bunun üzerine SEC hızlı bir şekilde Sutter hakkında soruşturma başlatmıştır. Ne var ki Temsilciler Meclisi, bu talebin anayasal ayrıcalıkları ihlal ettiğini ileri sürerek soruşturmayı engellemiştir.

³¹⁶ Campaign Legal Center. The STOCK Act: The Failed Effort to Stop Insider Trading in Congress, 2022, https://campaignlegal.org/sites/default/files/2022-03/CLC_StockTrading_1-pager_v2.pdf

tehdit etmektedir.³¹⁷ Bu çerçevede, ABD Ceza Kanunu'na eklenen ve 10b-5 rejiminin yetersizliklerini aşmayı amaçlayan 1348 hükmü, yalnızca ABD'de değil, küresel sermaye piyasalarının gelişimi etkilemesi açısından da dikkatle incelenmesi gereken önemli bir yasal düzenleme alanı olarak öne çıkmaktadır.

3.1.2. İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMINA DAİR TEORİLER

ABD'de içeriden öğrenenlerin ticareti bağlamında içeriden öğrenenlerin tanımlanması için klasik teori ve güveni kötüye kullanma teorisi olmak üzere iki temel yaklaşım bulunmaktadır. Her iki teori de içeriden öğrenenlerin kimler olduğu, hangi koşullarda hukuki sorumluluklarının doğacağı ve içsel bilginin kullanımının hangi sınırlar çerçevesinde yasaklanması gerektiği konularında farklı kuramsal bakış açıları sunmaktadır.

3.1.2.1. Klasik Teori

Geleneksel teori veya diğer adıyla klasik teori, içeriden öğrenenlerin tanımı ve sorumluluğunu ihraççı ile olan iş ilişkisi çerçevesinde ele almaktadır. Buna göre ihraççının çalışanları, yöneticileri ve büyük pay sahipleri şirketle ve diğer pay sahipleriyle özel bir güven ilişkisi içinde olup buna uygun hareket etmek zorundadır.³¹⁸ Bu teoriye göre sorumluluğun doğması için içeriden öğrenenler ile ihraççı arasında doğrudan veya dolaylı bir sözleşme ilişkisi bulunmalıdır.³¹⁹ İçeriden öğrenen, sahip olduğu içsel bilgiyi yalnızca şirketin menfaatleri doğrultusunda kullanmalı ve kişisel kazanç elde etmek amacıyla menfaat sağlamamalıdır. Eğer içeriden öğrenen bu bilgiyi kullanarak kendisine veya bir başkasına çıkar sağlarsa, suç işlemiş olacaktır.³²⁰

Ancak klasik teorinin en büyük eksikliği, içeriden öğrenenin şirketin çalışanı olmaması veya ihraççı ile herhangi bir sözleşmesel bağı bulunmaması

³¹⁷ Molk, P. How Do LLC Owners Contract Around Default Statutory Protections?, The Journal of Corporation Law, C. 42, S. 3, 2017, s. 503-538, s. 515 vd.

³¹⁸ Gevurtz, F. A. The Road Not Taken: A Comparison of the E.U. and U.S. Insider Trading Prohibitions, Washington University Journal of Law & Policy, C. 56, 2018, s. 31-45, https://openscholarship.wustl.edu/law_journal_law_policy/vol56/iss1/9, s. 33.

³¹⁹ Wang – Steinberg, s.30-35

³²⁰ Szockyj, E. – Geis, G. Insider Trading: Patterns and Analysis, Journal of Criminal Justice, C. 30, S. 4, 2002, s. 273-286, [https://doi.org/10.1016/S0047-2352\(02\)00129-0](https://doi.org/10.1016/S0047-2352(02)00129-0), s. 280.

durumlarında nasıl konumlandırılacağına dair net bir çerçeve çizememesidir.³²¹ Bu da ikincil içeriden öğrenenlerin kapsam dışı kalması sonucunu doğurabilecektir. Çünkü klasik teori, kişi ile şirket ve pay sahipleri arasındaki güven ilişkisini temel aldığı için, bu güven ilişkisi içerisinde yer almayan ve bilgiyi dolaylı yollardan edinen üçüncü kişileri doğrudan tanımlamakta güçlük çekmiştir. Örneğin, ihraççı ile doğrudan bir bağı olmayan ancak sosyal ilişkileri aracılığıyla içsel bilgiye ulaşan kişiler, klasik teori kapsamında içeriden öğrenen olarak değerlendirilemeyecektir. Benzer şekilde, içeriden öğrenenden bilgiyi alan üçüncü kişiler bu bilginin içsel bilgi olduğunu bildikleri veya bilmeleri gerektiği hallerde işlem yaparlarsa sorumluluk taşıyıp taşımayacakları konusunda da klasik teori yetersiz kalmaktadır.³²² Bu durum, özellikle şirketle doğrudan bir ilişkisi olmayan ancak içeriden öğrenenlerden bilgi alan ve bunu kendi lehine kullanarak ticaret yapan kişilerin hukuki statüsünün belirlenmesi açısından ciddi bir boşluk oluşturmuştur.³²³

Klasik teorinin diğer bir eleştiri noktası, danışmanlar, avukatlar, denetçiler ve şirket dışındaki diğer profesyoneller, şirketin faaliyetleriyle ilgili olarak geçici süreyle içsel bilgiye erişim sağlayabilenler hakkında net bir düzenleme olmamasıdır.³²⁴ İlk klasik teori yaklaşımları bunları içeriden öğrenen olarak tanımlayamadıklarından bu alan büyük bir boşluk olarak kalmıştır. Bu kişilerin durumları ilk olarak tartışmalıyken zamanla duyulan ihtiyaç gereği birtakım güncellemeler yapılmıştır. Buna göre bu kişiler de klasik teoriye göre güven ve sadakat yükümlülüğü altında sayılmış ve ayrı bir grup olarak içeriden öğrenen olarak tanımlanmasının önü açılmıştır.³²⁵

Bu eksiklikler nedeniyle, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemelerde klasik teorinin yeri tartışılmaya başlanmıştır. Zaman içerisinde klasik teori yerine

³²¹ Karmel, R. S. Outsider Trading on Confidential Information—A Breach in Search of a Duty, *Cardozo Law Review*, C. 20, S. 1, 1998, s. 83-134, <https://larc.cardozo.yu.edu/clr/vol20/iss1/6> , s. 108-110.

³²² Wang – Steinberg, s.296

³²³ Wang – Steinberg, s. 296

³²⁴ Bainbridge (2023), s.103

³²⁵ Dirks v. SEC

güveni kötüye kullanma teorisi benimsenmeye başlanmıştır.³²⁶ Böylece, içeriden öğrenenlerin ticareti yalnızca şirket çalışanlarıyla sınırlı tutulmayarak, içeriden öğrenenden dolayı olarak bilgi edinen üçüncü kişileri de kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

3.1.2.2. Güveni Kötüye Kullanma Teorisi (Misappropriation Theory)

Güveni kötüye kullanma teorisi, klasik teoriden farklı olarak içeriden öğrenen tanımı ve hukuki sorumluluğunu yalnızca iş ilişkisine dayandırmak yerine, içsel bilgiye sahip olma biçimi ve bu bilginin kötüye kullanılması üzerine yoğunlaşan bir yaklaşımdır.³²⁷ Böylece, içeriden öğrenenlerin tanımı ve sorumluluğu kısıtlı ilişkiler kapsamında ele alınmaktan çıkarılarak daha geniş bir çerçevede değerlendirilmiş olacaktır. Bu yaklaşımın başlıca sebebi özellikle teknolojik gelişmelerin hızlı bir şekilde sermaye piyasasına entegre edilmesiyle katılımcı sayısının artması ve taraflar arasındaki ilişki ve bilgi paylaşımı kanallarının sınırsız bir yapıya bürünmesidir.³²⁸

Bu teoriye göre, içeriden öğrenen kişi yalnızca yatırımcıların değil, aynı zamanda ihraççının güvenini kötüye kullandığı için de hukuki sorumluluk altına girmektedir. Dolayısıyla klasik teoriden farklı olarak, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu yalnızca yatırımcılar açısından değil, içsel bilginin kaynağı olan ihraççı açısından da bir güven ihlali olarak değerlendirilmektedir.³²⁹ Bu doğrultuda, güveni kötüye kullanma teorisi, klasik teorinin getirdiği dar kapsamlı içeriden öğrenen tanımını genişleterek, içsel bilgiyi hukuka aykırı yollarla edinen kişilerin de sorumluluk altına alınmasını sağlamaktadır. Kısaca ifade etmek gerekirse, güveni kötüye kullanma teorisine göre, gizli bilgiye erişim izni bulunan kişi veya erişim izni bulunmayan ancak veriye erişmiş herkes içeriden öğrenen olarak

³²⁶ Bknz. O'Hagan ve devamı davalar

³²⁷ Bainbridge (2023) s.101

³²⁸ Garo, Z. Insider Trading Challenges in the Digital Era: Legal and Ethical Considerations for U.S. Financial Market Regulation, *Journal of Next-Generation Research*, C. 1, S. 3, 2025, <https://doi.org/10.70792/jngr5.0.v1i3.75> , s. 3 vd.

³²⁹ Bkz. United States v. O'Hagan

tanımlanmalıdır.³³⁰ Bu durumda, güven ilişkisini ihlal ederek bilgiyi kötüye kullanan herkesin hukuki sorumluluğundan bahsetmek mümkün olacaktır.³³¹ Aslında her iki teori de içeriden öğrenenlerin tanımı ve bağlı olarak suçun oluşması için temel koşulun bir güven-sadakat ilişkisi veya ona benzer güven temelli ilişkinin ihlali olduğu konusunda hemfikirdir.³³² Ancak güveni kötüye kullanma teorisinin temel dayanağı, klasik teoriden farklı olarak, içeriden öğrenen ile yatırımcılar arasındaki ilişki değil; bilginin kaynağı ile bilgi kullanan kişi arasındaki güven ve sadakat ilişkisinin ihlalidir.³³³ Temel hedefi ise piyasadaki işlem eşitliğinden ziyade, gizli bilginin sahibi olan kişi veya kurum ile bu bilgiyi kötüye kullanan kişi arasındaki güven ilişkisinin korunmasıdır. Dolayısıyla kamu yararından çok, özel güven ilişkilerinin ihlaline karşı koruma sağlamaktadır.³³⁴

Güveni kötüye kullanma teorisinin bilgiye ulaşan herkesi içeriden öğrenen olarak kabulünün ardından sorumluluğa dair hükümlerin uygulanabilmesi için iki temel unsurun sağlanması gerekmektedir.³³⁵ İlk olarak, kişinin içsel bilgiyi kullanarak kendine veya üçüncü bir kişiye menfaat sağlaması gerekmektedir. İkinci olarak ise, ihraççının güvenini kötüye kullanarak gizliliği muhafaza etme yükümlülüğünü ihlal etmiş olması gerekmektedir³³⁶. Bu teoride, klasik teoride olduğu gibi yalnızca ihraççı ile içeriden öğrenen arasındaki doğrudan ilişkinin varlığı aranmaz, aksine içsel bilginin elde edilme biçimi ve bilginin kullanılış şekli temel alınarak içeriden öğrenenlerin sorumluluğu daha geniş bir perspektiften değerlendirilerek belirlenir.

ABD hukukunda güveni kötüye kullanma teorisinin temelleri, bahsedildiği üzere Chiarella davasında verilen içeriden öğrenen kavramını ciddi manada sınırlayan karara yazılan muhalefet şerhleriyle atılmıştır. Bu şerhler, sorumluluğun yalnızca

³³⁰ Karmel, R. S. The Fiduciary Principle of Insider Trading Needs Revision, Washington University Journal of Law & Policy, C. 56, 2018, s. 121-134, https://openscholarship.wustl.edu/law_journal_law_policy/vol56/iss1/13 s.108-109

³³¹ United States v. Chestman, 947 F.2d 551 (2d Cir. 1991).

³³² Cohen, J. M. – Dunning, M. K. – Shill, G. H. Erosion of the Fiduciary-Duty Requirement in Insider-Trading Actions, Securities Litigation Journal, C. 20, S. 3, 2010, s. 12-18, s. 12.

³³³ Epstein, R. A. Returning to Common-Law Principles of Insider Trading After United States v. Newman, Yale Law Journal, C. 125, S. 5, 2016, s. 1489-1520. s.1498

³³⁴ Epstein, s.1514-1518

³³⁵ United States v. O'Hagan

³³⁶Bu yaklaşım bilginin şirketin mülkü olduğuna dair temeline dayanmaktadır. Ancak doktrinde bilginin mülk olamayacağına dair bazı yaklaşımlar da bulunmaktadır. Engle, s.20

içsel bilgiyi şirket içinden edinen kişilerle sınırlı olmaması gerektiğini savunmuştur. Bu kararın ardından gelen 1997 tarihli United States v. O'Hagan³³⁷ kararı, güveni kötüye kullanma teorisinin hukuki olarak bütünüyle kabul etmiştir.³³⁸ Söz konusu kararda ABD Yüksek Mahkemesi içeriden öğrenenlerin kavramının genişlemesinden bahisle, suçun yalnızca şirket çalışanlarıyla sınırlı olamayacağını ve esas alınması gereken unsurun bilginin elde edilip, edilmediği olduğunu vurgulamıştır. Karara göre, içsel bilgiyi herhangi bir yolla elde eden herkes içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilecektir. Böylece güveni kötüye kullanma teorisi yerleşik içtihat haline gelmiş ve günümüzde içeriden öğrenenlerin ticareti ve içeriden öğrenen kavramına ilişkin hukuki standartlardan biri olarak kabul edilmiştir.

Bu yaklaşımla özellikle bilgiye erişimi olan ancak işlem yaptığı şirketle doğrudan bir bağlantısı bulunmayan aktörler hedef alınmaktadır. Bu bağlamda özellikle yatırımcılarla hiçbir kurumsal bağı bulunmayan kişiler de içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilecektir.³³⁹ Teori kapsamında, kişinin bir başka şahıs veya kurumla aralarında gizlilik temelli bir sadakat ilişkisi varsa ve bu ilişki uyarınca bilgi gizli tutulmak zorundaysa kişi içeriden öğrenendir. Örnek olarak, bir ilaç firmasının yöneticisinin, kamuya açıklanmamış bir ürün lansman tarihine ilişkin stratejik bilgiye sahip olduğunu varsayalım. Bu bilgi kendi şirketinin değerini yükseltebileceği gibi, rekabet içindeki firmaların değerini olumsuz etkileyebilecektir. Bu durumda, klasik teori kapsamında, yöneticinin kendi şirketiyle arasında açık bir güven ve sadakat ilişkisi bulunduğundan kişi bir içeriden öğrenendir. Bu içsel bilgiyi kullanarak işlem yapması içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu teşkil eder ve kişi için sorumluluk doğurur. Ancak klasik teorideki boşluk nedeniyle, aynı yönetici, rakip firmaların pay senetleri üzerinde işlem yaptığında durum daha farklı bir şekle bürünecektir. Kişinin bu firmalarla arasında güven ve sadakate dayalı bir bağ bulunmadığından sorumluluktan bahsedilememekte ve bu durum, suistimal edilen bir boşluk yaratmaktadır. Güveni kötüye kullanma teorisi tam da bu boşluğu doldurmakta ve

³³⁷ United States v. O'Hagan

³³⁸ Engle, s.19 / United States v. O'Hagan

³³⁹ Molk, s.1706

söz konusu yöneticinin, kendi şirketine karşı olan sadakat yükümlülüğünü ihlal ederek bu gizli bilgiyi şahsi menfaat sağlamak amacıyla kullanmasını, içeriden öğrenenlerin ticareti kapsamında suç olarak değerlendirmektedir.³⁴⁰

Sonuç olarak genel bir çerçevede değerlendirilmesi yapıldığında klasik teori şirketin çalışanları yöneticileri ve büyük pay sahipleri için düzenlenip bunları içeriden öğrenen olarak sayarken; güveni kötüye kullanma teorisi içsel bilgiyi bilen herkesi hedef almaktadır. Bunun yanında klasik teori şirketle olan güven ve sadakat ilişkisi içerisinde bulunan kişiler için dikkate alınmaktadır. Bu yüzden klasik teoride sorumluluk sınırlıyken güveni kötüye kullanma teorisinde sorumluluk alanı içsel bilgiye herhangi bir şekilde edinen herkesi kapsam dahiline sokmaktadır.

3.1.3. İçeriden Öğrenen Kavramının Güven ve Sadakat Yükümlülüğüyle İlişkisi

ABD’de içeriden öğrenen kavramı ve içeriden öğrenenlerin suçunun temelini oluşturan sadakat yükümlülüğü özellikle son zamanlarda birçok tartışmanın konusu olmuştur. Bu kapsamda Donna Nagy'nin de savunduğu görüşe göre, ABD’de hem SEC hem de mahkemeler, içeriden öğrenenlerin ticaretini öncelikli olarak bilginin haksız kullanımı paradigması çerçevesinde değerlendirmektedir.³⁴¹ Bunun nedeni, güveni kötüye kullanma teorisinin, bilgiyi edinen kişinin işlem yaptığı tarafla değil, bilginin kaynağıyla olan ilişkisini merkeze almasıdır.³⁴² Bu teoriye göre, arada açık bir güven ilişkisi bulunmasa bile, bilginin aldatıcı yollarla temin edilmesi içeriden öğrenenlerin ticareti kapsamında hukuki sorumluluk doğurabilir.³⁴³

Gerçekten de dijitalleşen ve bilgiye erişimin kolaylaştığı bir dünyada, klasik güven ve sadakat ilişki temelli içeriden öğrenenlerin ticareti anlayışı, bazı yargı

³⁴⁰ Newkirk, T. C. – Robertson, M. A. Insider Trading – A U.S. Perspective, Konuşma, U.S. Securities and Exchange Commission, 19 Eylül 1998, <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>

³⁴¹ Nagy, D. M. Insider Trading and the Gradual Demise of Fiduciary Principles, Iowa Law Review, C. 94, 2009, s. 1315-1379, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1335494> , s. 1315-1316.

³⁴² United States v. O'Hagan

³⁴³ Securities and Exchange Commission v. Dorozhko, 574 F.3d 42 (2d Cir. 2009)

kararlarında zorlanmakta ve yeni değerlendirme ölçütlerine ihtiyaç duyulmaktadır.³⁴⁴

Klasik içeriden öğrenenlerin ticareti rejiminin en radikal kırımlarından biri, Dorozhko davası ile yaşanmış ve bu karar içsel bilgilere erişimin kaynağına dair temel varsayımları sarsmıştır. Dorozhko kararında³⁴⁵, bilgisayar korsanlığı yoluyla içsel bilgiye erişen kişinin, şirketle herhangi bir güven ilişkisi veya sözleşmesel bağlılığı bulunmamasına rağmen, içeriden öğrenen olarak kabul edilmesi ve 10b-5 kapsamında yargılanabilmesi mümkün görülmüştür. Bu durum, klasik güven ve sadakat ilişki temelli içeriden öğrenenlerin ticareti rejiminin kapsamının genişletilerek, artık bilginin elde edilmiş yöntemine ve kullanım niyetine odaklanmaya başladığını ve dolayısıyla normun fonksiyonel alanının dönüştüğünü göstermektedir.³⁴⁶

İçsel bilgiye erişim kaynağının şirket içi bir kişi olması durumunda, sadakat yükümlülüğü tam anlamıyla ve istisnasız şekilde devreye girmekte ve kişiler kolaylıkla içeriden öğrenen olarak tanımlanmaktadır. Bu bağlamda, yöneticiler, çalışanlar, pay sahipleri ve şirketle profesyonel ilişki içinde bulunan kişiler, sahip oldukları sadakat yükümlülüğü çerçevesinde, içsel bilgiye dayalı işlem gerçekleştirmeden önce kamuya açıklama yapmak ya da işlemten tamamen kaçınmak zorundadır.³⁴⁷ Yargı içtihatlarında da genellikle, içeriden bilgiye sahip bir kişinin, bu bilgiye dayanarak işlem yaptığı varsayımıyla yargılama yapılmakta ve nedensellik bağının kurulduğu kabul edilmektedir. Başka bir ifadeyle, bilginin içsel nitelikte olduğu kanıtlandığında, artık bu bilgiye dayanarak işlem yapıldığı karinesi doğmaktadır.³⁴⁸ Nitekim SEC tarafından yayımlanan raporlarda, içeriden öğrenen kişinin söz konusu bilgiyi bilmesinin yeterli olduğu kabul edilmekte; bu

³⁴⁴ Cohen, J. M. – Dunning, M. K. – Shill, G. H. Erosion of the Fiduciary-Duty Requirement in Insider-Trading Actions, *Securities Litigation Journal*, C. 20, S. 3, 2010, s. 12-18, s. 13.

³⁴⁵ *Securities and Exchange Commission v. Dorozhko*, 574 F.3d 42 (2d Cir. 2009)

³⁴⁶ Cohen-Dunning-Shill, s.15

³⁴⁷ Langevoort, s.44

³⁴⁸ Krimmel, H. T. The Government Insider and Rule 10b-5: A New Application for an Expanding Doctrine, *Southern California Law Review*, C. 47, 1974, s. 1507.

aşamadan sonra, söz konusu bilgiyi kullanarak işlem yapılmadığını ispat etme yükü içeriden öğrenene yüklenmektedir.³⁴⁹

Chiarella kararında içeriden bilgiye sahip kişilerin açıklama yapma yükümlülüğü, özellikle şirket yöneticilerinin hem şirkete hem de pay sahiplerine karşı sahip oldukları sadakat yükümlülüğüne dayandırılmıştır.³⁵⁰ Ancak sonraki kararlarla şirket çalışanı olmayan ancak içsel bilgiye sahip kişiler de bu bilgiye dayanarak üçüncü kişilerle işlem yaptıklarında açıkla veya kaçın kuralına tabi olduğu kabul edilmiştir.³⁵¹ Haliyle şirket yetkilileri, görevleri gereği edindikleri gizli bilgileri kullanarak menkul kıymet alım satımı yapmaları halinde, içsel bilgiye dayalı adaletsiz kazanç sağlamış olacaklarından başka şart aranmaksızın içeriden öğrenen olarak sorumlu tutulmaktadır.³⁵² Bu noktada, sadakat yükümlülüğünün temelini oluşturan açıklama yükümlülüğünün kime karşı doğduğu sorusu önem kazanmaktadır. Bu konuda, farklı temellere dayanan iki ana görüş bulunmaktadır. Shapiro v. Merrill Lynch davasında içeriden bilgiye sahip kişinin, işlem yaptığı anda piyasada o paylarıyla işlem yapan tüm yatırımcılara karşı açıklama yükümlülüğü olduğu kabul edilmiştir.³⁵³ Buna karşın bazı diğer kararlar, daha dar bir yaklaşımı benimsemiş ve yükümlülüğü yalnızca doğrudan işlem yapılan tarafa yönelik olarak değerlendirmiştir.³⁵⁴ Buna göre dar yorum kapsamında içeriden bilgiye sahip kişinin yükümlülüğü yalnızca doğrudan işlem yaptığı tarafla sınırlıdır.³⁵⁵ Böylece sorumluluğun kapsamını belirlemede yasal düzenlemenin amacı, belirleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu bağlamda en adil ve piyasa bütünlüğünü koruyucu yaklaşım, içeriden bilgiye sahip kişilerin tüm piyasaya karşı açıklama yükümlülüğü taşıdığı yönündedir.³⁵⁶ Nitekim, Türk sermaye piyasası düzenlemelerinde de içsel bilginin paylaşımı kamuya açıklanma yoluyla

³⁴⁹ American Law Institute. Restatement (Second) of Trusts § 170(2), American Law Institute Publishers, 1959.

³⁵⁰ Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).

³⁵¹ Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).

³⁵² Krimmel, H. T. s.1505

³⁵³ Shapiro v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974). s.240

³⁵⁴ Fridrich v. Bradford, 542 F.2d 307 (6th Cir. 1976).

³⁵⁵ Fridrich v. Bradford, 542 F.2d 307 (6th Cir. 1976).

³⁵⁶ American Law Institute. (1959). Restatement (Second) of Trusts (§ 170(2)). St. Paul, MN: American Law Institute Publishers.

gerçekleştiğinden, bu görüşün ülkemiz hukuk sistemiyle paralel olduğu söylenebilir.

Klasik teori kapsamında güven ve sadakat ilişkisinin genellikle açık veya zımni bir sözleşme ilişkisine dayanması, bu yükümlülüğün kapsamı ve sınırları konusunda önemli belirsizlikler yaratmıştır.³⁵⁷ Bu bağlamda, eğer işlem yapılan taraf önceden bilgilendirilmişse veya içsel bilgiye dayalı işlem yapıldığı konusunda açık rıza vermişse, dolandırıcılık unsuru ortadan kalkacağından dolayı 10b-5 kapsamında sorumluluktan söz edilemeyecektir.³⁵⁸

Bu durumda kişinin gerçekleştirdiği işlem, bilgilendirilmiş rızaya dayandığı için hileli veya adaletsiz olarak nitelendirilmez ve yasal sınırlar içinde değerlendirilir.³⁵⁹ Özellikle şirket menfaatine hizmet eden stratejik bilgi sızdırmalarının, her durumda sadakat ihlali olarak nitelendirilmesi durumunda, şirketin işleyişine zarar verebilecek ölçüde katı bir hukuki değerlendirme ortaya çıkabilir.³⁶⁰ Bu nedenle, şirket politikası gereği yapılan seçici bilgi açıklamalarının, kamuya açıklama kapsamında değerlendirilerek, içsel bilgiyi verenlerin sorumluluğunun doğmaması gerektiği ileri sürülmektedir.³⁶¹ Yaklaşımına paralel olarak, Temyiz Mahkemesi'nin Newman kararında³⁶² da kişisel menfaat unsuru dar yorumlanmış ve bilgi sızıntısının içeriden bilgi ticareti sayılması için daha somut bağların aranması gerektiği vurgulanmıştır. Özellikle Newman davasında savunma, Dell ve NVIDIA gibi şirketlerin bilgi sızdırma pratiğinin olağan hale geldiğini ve bu nedenle içsel bilgiyi alanın bu bilgiyi hukuka aykırı yollarla elde ettiğini düşünmesinin makul olmadığını ileri sürerek içeriden öğrenen tanımına uymadığını ve dahası suç kastının oluşmadığını iddia etmiştir.³⁶³ Böylelikle şirket yararına olduğu düşünülen bilgi sızdırmalarında sadakat yükümlülüğünü

³⁵⁷ Epstein, s.1498

³⁵⁸ Epstein, s.1498 vd.

³⁵⁹ Epstein, s.1498 vd.

³⁶⁰ Macey, J. R. Martoma and Newman: Valid Corporate Purpose and the Personal Benefit Test, SMU Law Review, C. 71, S. 3, 2018, s. 869-882, <https://scholar.smu.edu/smulr/vol71/iss3/16/> , s. 871.

³⁶¹ Epstein, s.1521

³⁶² United States v. Newman, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014)

³⁶³ United States v. Newman, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014)

zedeleyip zedelediği konusunda yeni bir tartışmanın da başlamasına sebep olunmuştur.

3.1.3.1. Güven ve Sadakat Yükümlülüğünün Güç Kaybetmesi

Sadakat yükümlülüğü, içeriden öğrenen kavramı açısından bazı yazarlar tarafından yalnızca teorik bir kavram olarak nitelendirilmektedir.³⁶⁴ Zira uygulamada bu yükümlülüğün geçmişteki yoğunluğuyla gözetilmediği ve mahkemelerce yeterince uygulanmadığı ileri sürülmektedir.³⁶⁵ Buna rağmen, günümüz sermaye piyasası hukukunda sadakat yükümlülüğü halen temel bir ilke olarak kabul görmektedir. Bu bağlamda şirket yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri ve hâkim pay sahipleri, şirket ile aralarındaki güven ilişkisi doğrultusunda hareket ederek şirket menfaatini öncelikli olarak gözetmekle yükümlüdürler.³⁶⁶ Ne var ki, son yıllarda mahkeme içtihatlarında sadakat yükümlülüğünün etkisinin azaldığı; hatta şirket ana sözleşmeleri ve ortaklık sözleşmeleriyle bu yükümlülüğün daraltıldığı veya tamamen kaldırıldığı durumlar da daha önce bahsettiğimiz üzere gözlemlenmektedir.³⁶⁷

Son yirmi yılda kurulan birçok şirkette sadakat yükümlülüğünün kapsamının sözleşmesel düzenlemelerle şekillendirildiği gözlemlenmiştir.³⁶⁸ Özellikle şirketler hukuku alanında öncü konumda olan Delaware eyaletinde, şirket ana sözleşmeleri aracılığıyla güven ve sadakat yükümlülüklerinin genişletilmesi,

³⁶⁴ Molk, s.1700

³⁶⁵ Steinberg, M. I. To Call a Donkey a Racehorse: The Fiduciary Duty Misnomer in Corporate and Securities Law, *Journal of Corporation Law*, C. 48, S. 1, 2022, s. 1-36, https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2023-01/Steinberg_Online.pdf , s. 4.

³⁶⁶ Steinberg, s.4-5

³⁶⁷ Steinberg, s.5

³⁶⁸ DragonGC. From Directors to Officers: How Fortune 1000 Companies Are Embracing Delaware's New Legal Armor: Trends in Officer Exculpation Under Amended Delaware Corporation Law: DGCL §102(b)(7), 26 Ağustos 2024, <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2024/09/Officer-Exculpation-Report.pdf> , s. 2.

daraltılması veya tamamen kaldırılması³⁶⁹ mümkündür.³⁷⁰ Bu eğilim, içeriden öğrenenlerin ticareti bağlamında hukuki sorumluluğun kapsamını doğrudan etkileyen önemli bir gelişmedir. Zira Rule 10b-5 kapsamında düzenlenen içeriden öğrenenlerin ticareti yasağının temel amacı, yatırımcıların yeterli bilgiye, zamanında ulaşmasını sağlamak ve piyasa güvenilirliğini korumaktır. Bununla birlikte, Yüksek Mahkeme içeriden öğrenenlerin tanımlanmasında güven ilişkisini temel unsur olarak kabul etmiş ve bu ilişkinin varlığını sorumluluk için ön koşul saymıştır.³⁷¹ Örneğin bir şirket yöneticisi, şirkete ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı güven ilişkisi içinde olduğundan, şirketten edindiği içsel bilgilere sahipliği onu içeriden öğrenen yapmıştır. Ancak söz konusu bilgileri kendi yararına kullanması bu ilişkiyi ihlal eder niteliktedir.³⁷² Bu kapsamda, sözleşmesel serbestlik çerçevesinde üst düzey yöneticilerin sorumluluklarının azaltılabilmesi, sıradan çalışanlar için benzer bir imkân tanınmaması hâlinde hukuki eşitlik ilkesine aykırılık oluşturabilecek yapısal bir dengesizlik yaratmaktadır.³⁷³

Bu teorik çerçevede, şirket esas sözleşmesiyle yöneticiler veya çalışanlar üzerindeki sadakat yükümlülüğünün sınırlandırılması ya da tamamen kaldırılması, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu ve içeriden öğrenen kavramı bakımından belirleyici niteliktedir. Bu doğrultuda, sadakat yükümlülüğünün esas sözleşme ile kaldırılması durumunda, hukuki sorumluluğun da sona ermesi ve içeriden öğrenenlerin ticareti suçu kapsamında yaptırım uygulanamaması riski doğmaktadır.

³⁶⁹ Delaware'de anonim şirketler (DGCL) bakımından, ana sözleşme ile yalnızca duty of care'dan doğan parasal sorumluluk sınırlandırılabilir; sadakat (duty of loyalty) ve iyi/kötü niyet istisna olarak kaldırılamaz (DGCL §102(b)(7)). Ayrıca şirket, belirli "kurumsal fırsat" beklentisinden önceden feragat edebilir; bu, sadakat borcunun tümden kaldırılması değil, §122(17) uyarınca belirli fırsat sınıfları için menfaat/expectancy'den vazgeçmedir. Buna karşılık Delaware LLC ve limited ortaklıklarda, işletme/ortaklık sözleşmesi ile fiduciary yükümlülükler genişletilebilir, daraltılabilir veya tamamen kaldırılabilir; tek sınır dürüstlük yükümlülüğünün kaldırılmamasıdır (6 Del. C. §18-1101(c); §17-1101(d)).

³⁷⁰ Molk, s.1696 vd.

³⁷¹ Fairfax, s.411

³⁷² Steinberg, s.31

³⁷³ Molk, s.1709 vd.

3.2. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI

Avrupa, özellikle II. Dünya Savaşı sonrasında kurumsal temelleri atılan ekonomik bütünleşme süreçleriyle birlikte, küresel finansal sistemde önemli bir merkez haline gelmiştir. Bu bağlamda, finansal piyasalarda şeffaflık ve yatırımcı güveninin sağlanması amacıyla içeriden öğrenen kavramı AB açısından özel öneme sahip olmuştur. İçeriden öğrenen kavramı tarihsel olarak farklı aşamalardan geçmiş yasal çerçevesi genişledikçe tanımı değişmiş ve güncellenmiştir.³⁷⁴

3.2.1. İçeriden Öğrenen Tanımı ve Gelişimi

Avrupa Topluluğu, finansal piyasaları düzenleme ve özellikle içeriden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili yasal çerçeve oluşturma çalışmalarına birliğin kurulmasıyla başladı. 1980 öncesinde birlik düzeyinde ortak bir yasal çerçeve bulunmadığından, her üye ülke kendi ulusal düzenlemelerine dayalı bir sistem benimsemiş ve parçalı bir yapı ortaya çıkmıştır.³⁷⁵ Bu süreçte Fransa, Almanya ve İngiltere gibi lokomotif ülkeler içeriden öğrenenlerin ticareti konusunu farklı şekillerde ele almıştır. Bazı ülkeler bu konuda erken dönem düzenlemeler yaparken, bazıları ise düzenleme yapmaktan uzun süre kaçınmıştır. Örneğin Fransa, 1967 yılında kabul edilen ve menkul kıymet işlemlerinde yasa dışı avantaj sağlanmasını hedef alan düzenlemelerle içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin ilk yasal çerçeveyi geliştiren ülkelerden biri olmuştur.³⁷⁶ Almanya ise, özellikle Amerikan sermayesinin ülke piyasalarına erişim baskıları nedeniyle bu konuda ciddi adımları 1970'li yıllarda atmaya başlamıştır. Bu dönemde düzenlemeler

³⁷⁴ İçeriden öğrenen kavramı, 1989 tarihli 89/592/EEC sayılı Direktif ile ilk kez düzenlenmiş, ardından 2003/6/EC sayılı Piyasa Suistimali Direktifi ve son olarak 2014/596/EU sayılı Piyasa Suistimali Tüzüğü ile kapsamı ve tanımı kademeli olarak genişletilmiştir.

³⁷⁵ 1994 yılına kadar Almanya'da içeriden öğrenenlerin ticareti tam olarak suç kapsamında değerlendirilmeyordu. Bkz. Naidu, A. J. (2004). Was its bite worse than its bark? The costs Sarbanes-Oxley imposes on German issuers may translate into costs to the United States. *Emory International Law Review*, 18(2), 271–310. s.278

³⁷⁶ Familet, C. Improving Securities Regulation in the EC: The French Example, *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, C. 17, S. 3, 1992, s. 509 vd., s. 519, <https://scholarship.law.unc.edu/ncilj/vol17/iss3/4/>

genellikle oldukça dar ve yalnızca şirket yöneticileri ile üst düzey çalışanları hedef almaktaydı.³⁷⁷

3.2.1.1. 89/592/EEC Sayılı Direktif (1989)³⁷⁸

AB, 1980'lerin başından itibaren içeriden öğrenenlerin ticaretine ve buna ilişkin kavramlara dair birlik çapında bir uyumluluk çalışması başlatmış ve yasal bir çerçeve oluşturmaya çalışmıştır. Bu kapsamda, 1989 tarihli ve içeriden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili ilk AB düzenlemesi olan 89/592/EEC³⁷⁹ sayılı Insider Dealing Directive kabul edilmiştir. Bu düzenleme ile AB genelinde ilk kez içeriden öğrenenlerin ticaretini yasaklamaya yönelik bir çerçeve oluşturulmuştur.³⁸⁰ Bu düzenlemeye göre içeriden öğrenen kişiler arasında yönetim kurulu üyeleri, çalışanlar, pay sahipleri ve görevleri gereği bilgiye erişimi olan diğer kişiler yer almaktadır. Direktif, içeriden öğrenenlerin yalnızca şirket yöneticileriyle sınırlı olmadığını, aynı zamanda meslekleri veya görevleri nedeniyle içsel bilgiye erişimi olan çalışanlar, danışmanlar ve hizmet sağlayıcıların da bu kapsamda değerlendirilebileceğini öngörmüştür. Direktif, içsel bilginin hem kişisel çıkar amacıyla kullanılması hem de üçüncü kişilere aktarılması veya bu bilgiler doğrultusunda yatırım tavsiyesi verilmesini yasaklamıştır. Ancak 1989 tarihli düzenleme, yaptırımları üye devletlerin inisiyatifine bıraktığı için, Avrupa Birliği içinde uygulama farklılıkları ve hukuki uyumsuzluklar yaşanmaya devam etmiştir.^{381 382}

³⁷⁷ Anderson, s.22

³⁷⁸Tam metin için <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:31989L0592>

³⁷⁹ Konsey, 13 Kasım 1989'da "İçerden Öğrenenlerin Ticareti" Yönergesini (89/592/EEC) kabul etti; Resmî Gazete yayımlanışı OJ L 334, 18.11.1989, s. 30–32. Üye devletler en geç 1 Haziran 1992'ye kadar gerekli tedbirleri almak ve Komisyonu bilgilendirmek zorundaydı (m.14).

³⁸⁰ Chitimira, H. A Historical Overview of the General Implementation of the European Union Market Abuse Directive in the United Kingdom Before Brexit and Its Future Implications, *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, C. 24, S. 2, 2017, s. 217-244, <https://doi.org/10.1177/1023263X17709750>, s. 217.

³⁸¹ Ayrıca yaptırımların "yeterince caydırıcı" olması gerektiği açıkça hükme bağlanmıştır (m.13) Üye devletler daha sıkı hükümler benimseyebilir (m.6); yetkili idari otoritelerin belirlenmesi, gözetim ve karşılıklı yardımlaşma yükümlülükleri düzenlenir. 2003/6/EC tarafından ilga edildi.

³⁸² Chitimira, H. Selected Aspects of the Regulation of Insider Trading and Market Manipulation in the European Union and South Africa, *African Journal of Legal Studies*, C. 8, S. 3-4, 2015, s. 183-208, s. 185 vd.

3.2.1.2. 2003/6/EC – Piyasanın Kötüye Kullanılmasına İlişkin Yönerge (Market Abuse Directive (MAD))

1989 tarihli düzenlemenin sınırlı kapsamı, üye devletler arasında uygulama farklılıklarının sürmesi ve 1990'lı yıllarda sermaye piyasalarını etkileyen teknolojik gelişmelerin artması, AB'yi 2000'li yıllarda içeriden öğrenenlerin ticaretine karşı daha sıkı ve kapsamlı bir yasal düzenleme sürecine yöneltmiştir. Buna dair ilk çalışma 2003 tarihli Piyasa Bozucu Eylemler Yönergesidir. Bu düzenleme ile, içeriden öğrenen tanımı, şirket yöneticileri, çalışanlar, avukatlar ve denetçilerin yanı sıra, şirketle doğrudan bir hukuki ilişkisi bulunmamasına rağmen herhangi bir şekilde içsel bilgiye erişim sağlayan kişilerin de içeriden öğrenen sayılacağı düzenlenmiştir³⁸³. Bu düzenlemeye göre, ihraççıların yöneticileri, yönetsel kadrosu, denetçileri, pay sahipleri ile görevleri gereği içsel bilgiye erişimi olan kişiler ve hukuka aykırı yollarla içsel bilgi edinen kişiler içeriden öğrenen statüsünde değerlendirilmiştir. 2004 yılında kabul edilen 2004/72/EC sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Yönergesi ile, içeriden öğrenenlerin listelenmesi, yöneticilerin işlem bildirim yükümlülükleri ve şüpheli işlem bildirimlerine ilişkin uygulamaya yönelik düzenlemeler getirilmiştir. Ancak bu düzenlemeler, teknolojik gelişmelerin ve sermaye piyasalarındaki karmaşıklığın gerisinde kalmış; bu nedenle 2014 yılında çok daha kapsamlı ve doğrudan uygulanabilir nitelikte bir düzenlemeye gidilmiştir.

Yönergenin 2. maddesi, içsel bilgiye erişimi olan kişileri tanımlamakta ve bu kişilerin hangi koşullar altında içeriden öğrenenlerin ticareti yasağına tabi olacağını açık biçimde düzenlemektedir. Buna göre;

“(a) ihraççının idari, yönetim veya denetim organlarındaki üyeliği nedeniyle; veya (b) ihraç edenin sermayesindeki sahip olduğu pay nedeniyle veya (c) istihdamı, mesleği veya görevlerinin icrası yoluyla bilgiye erişim sağlaması nedeniyle veya (d) suç teşkil eden faaliyetleri nedeniyle.” Bilgiye ulaşan kişiler içeriden öğrenen olarak kabul edilmiştir.

³⁸³ Engle, s.28

3.2.1.3. Regulation (EU) No. 596/2014 – Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü (Market Abuse Regulation (MAR))

2014 yılı itibarıyla Avrupa sermaye piyasalarının işlem hacmi önemli ölçüde artmış, piyasalarda gerçekleşen işlemlerin sayısı ve çeşitliliği tarihsel olarak yüksek seviyelere ulaşmıştır.³⁸⁴ Artan işlem hacimleriyle birlikte piyasa aktörleri arasındaki bilgi akışı hızlanmış, içsel bilgiye erişim riski ve bilgi asimetrisi daha belirgin bir sorun haline gelmiştir. 2014 yılında kabul edilen Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü³⁸⁵, Avrupa Birliği düzeyinde içeriden öğrenenlerin ticaretine ve içeriden öğrenen kavramına yönelik en kapsamlı yasal düzenlemeyi teşkil etmiştir. Tüzük, 1 Temmuz 2016 tarihinde yürürlüğe girmiş ve böylece direktif formatından tüzük yapısına kavuşarak Avrupa Birliği genelinde doğrudan uygulanan bağlayıcı bir norm oluşturulmuştur.³⁸⁶ 2000'li yıllardaki düzenlemelerden farklı olarak, Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü ile kamu görevlileri ile bilgiye erişim yetkisine sahip tüm profesyonel aktörler de içeriden öğrenen statüsüne dahil edilmiştir.

Bu düzenlemeyle kişi bazlı yaklaşımı terk ederek bilgiye erişim esasına dayalı bir sistem benimsenmiştir.³⁸⁷ Avrupa Birliği düzenlemelerinde, Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü 8. maddesi kapsamında içsel bilgiye sahip olan ve bu bilgiyle işlem yapan kişiler içeriden öğrenenlerin ticareti yasağı kapsamında değerlendirilir. Buna göre içeriden öğrenen, Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü

³⁸⁴ European Securities and Markets Authority. ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 2, 2014 (ESMA/2014/884), 3 Eylül 2014, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-efs_trv_2-14_201014.pdf, s. 7 vd.

³⁸⁵ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (Market Abuse Regulation—MAR), OJ L 173, 12.6.2014, s. 1–61. AB Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü, içeriden öğrenenlerin ticareti, içsel bilginin hukuka aykırı açıklanması ve piyasa manipülasyonu hakkında AB düzeyinde ortak bir düzenleyici çerçeve kurar (m. 1; kapsam için m. 2). 3 Temmuz 2016'dan itibaren uygulanır (m. 39) ve 2003/6/EC ile 2003/124/EC, 2003/125/EC, 2004/72/EC ve (EC) No 2273/2003'ü 3 Temmuz 2016 itibarıyla yürürlükten kaldırır (m. 37)

³⁸⁶ Gevurtz. s.48

³⁸⁷ ⁵ Piyasa Suistimali Tüzüğü'ne (EU) No 596/2014 göre, bu madde; içsel bilgiye (a) ihraççı veya emisyon ödeneği piyasası katılımcısının yönetim, denetim ya da idari organlarında yer almak, (b) sermayede pay sahibi olmak, (c) mesleki görev veya istihdam yoluyla bilgiye erişmek ya da (d) suç teşkil eden faaliyetlere katılmak gibi yollarla sahip olan kişilere uygulanır. Ayrıca, bu bilgiyi yukarıda sayılan yollar dışında edinen ve onun içsel bilgi olduğunu bilen veya bilmesi gereken kişiler için de geçerlidir.

8.maddede bahsedilen içsel bilgiye sahip olan kişilerdir. Kapsamın genişlemesiyle, içsel bilgiye erişimi olan her bireyin içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilmesi mümkün hâle gelmiş ve böylece terimin hukuki çerçevesi tarihsel olarak en geniş seviyeye ulaşmıştır.³⁸⁸ Dahası Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü kapsamında, medya mensuplarının ve piyasa analistlerinin de içsel bilgiye erişim yetkileri kapsamında içeriden öğrenen olarak sayılmasının önü açılmıştır.³⁸⁹ Aynı düzenlemeyle içsel bilgiye sahip kişilerin listelenmesi, finansal işlemlerin raporlanması ve bunların ilgili kurumları iletilmesi zorunlu hale gelmiştir. Ancak düzenlemenin getirdiği kapsamlı yükümlülükler, bazı akademik çevreler ve piyasa aktörleri tarafından, yatırımcı davranışını olumsuz etkileyebileceği ve şirketler üzerinde gereksiz bir bürokratik yük oluşturabileceği gerekçesiyle eleştirilmiştir.³⁹⁰ Günümüzde içeriden öğrenenlerin ticareti, Avrupa Birliği finansal hukuku içerisinde en ciddi yaptırımlara tabi piyasa suistimali türlerinden biri olarak kabul edilmektedir.

Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü düzenlemeleri kapsamında, içsel bilgiye erişim sağlayan kişilerin sorumluluğu, bu bilginin içsel nitelikte olduğunun bilindiği ya da makul bir kişi tarafından bilinmesi gerektiğinin kabul edilebileceği durumlarda doğmaktadır. Bu nedenle içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenleyici sorumluluk yalnızca şirket çalışanları veya yöneticilerle sınırlı kalmamakta, aynı zamanda içsel bilgiye herhangi bir yolla erişim sağlayan üçüncü kişileri de kapsamaktadır. Bu yaklaşım, akademik literatürde bilgide denklik ilkesi olarak anılan piyasa eşitliği anlayışına dayanmaktadır. İlke, sermaye piyasalarında tüm yatırımcıların eşit bilgiye erişim hakkına sahip olmasını ve bazı aktörlerin içsel bilgiye dayanarak haksız avantaj elde etmesini önlemeyi hedeflemektedir. Bilgide denklik ilkesi, içsel bilgiye dayalı işlemlerin piyasa bütünlüğünü ve adil rekabet

³⁸⁸ 2014/596/EU sayılı Piyasa Suistimali Tüzüğü'nün 8. maddesi uyarınca, içsel bilgiyi yukarıda belirtilen yollar dışında elde eden ve söz konusu bilginin içsel bilgi olduğunu bilen ya da bilmesi gereken kişiler de içeriden öğrenenlerin ticareti yasağı kapsamında değerlendirilir.

³⁸⁹ Aksoy, s.7

³⁹⁰ Langenbucher, K. Insider Trading in Europe: From Financial Instruments to Crypto-Assets, in S. M. Bainbridge (Ed.), Research Handbook on Insider Trading, Edward Elgar Publishing, 2023, s. 345-370, s. 442

ortamını bozmasını engellemek ve yatırımcı güvenini pekiştirmek açısından temel bir düzenleyici yaklaşımdır.

3.2.2. İçeriden Öğrenen Kavram Temelinin Değerlendirilmesi

Avrupa Birliği modeli, içeriden öğrenen işlemlerini esasen bir piyasa davranışı ihlali olarak değerlendirmektedir.³⁹¹ Bu çerçevede, işlemi gerçekleştiren kişinin kime karşı hangi türde bir yükümlülük taşıdığı değil, bilginin kötüye kullanılıp kullanılmadığı esas alınmaktadır.³⁹² Avrupa Birliği'nin benimsediği bilgi eşitliği ilkesi, içsel bilgiye sahip bir kişinin, bu bilgiye erişimi olmayan yatırımcılara karşı haksız avantaj sağladığını ve bunun da piyasa bütünlüğünü zedelediğini kabul eder. AB, ABD'den farklı olarak güven-sadakat ilişkilerini tartışmaya açmaksızın, doğrudan piyasa bütünlüğünü koruma amacıyla geniş bir içeriden öğrenen tanımını benimsemiştir. Bu bağlamda hem Birleşik Krallığın hem de AB'nin içeriden öğrenen tanımında daha kapsayıcı bir yaklaşım benimsediği ve düzenlemeleri içtihatlar yerine doğrudan mevzuat yoluyla gerçekleştirdiği söylenebilir.

ABD hukukunda içeriden öğrenenlerin ticareti büyük ölçüde güven ve sadakat ilişkilerine dayalı olarak değerlendirilirken, Avrupa Birliği düzenlemeleri içsel bilgiye erişim sağlayan kişinin böyle bir ilişkisi bulunmasa dahi içeriden öğrenen sıfatı kazanacağından bahisle bilgiyi kullanarak işlem yapmasını yasaklamaktadır. Bu nedenle, Avrupa Birliği hukukunda içsel bilgiye sahip olan kişinin şirketle doğrudan bağlantısı bulunmasa dahi, sahip olduğu bilginin içsel nitelikte olduğunu bilen veya makul bir kişi olarak bilmesi gereken herkes içeriden öğrenen sıfatı kazanmakta ve işlem yasağı kapsamında değerlendirilmektedir. Bu nedenle, ABD hukukunda içsel bilgiyi açıklayan kişi ile bilgiyi alan kişi arasındaki kişisel ilişki, sorumluluğun belirlenmesinde merkezi bir unsur iken; AB hukukunda bu tür bir ayırım yapılmaksızın, içsel bilgiye erişen herkes aynı

³⁹¹ Barnes, P. Insider Dealing and Market Abuse: The UK's Record on Enforcement, *International Journal of Law, Crime and Justice*, C. 39, S. 3, 2011, s. 175.

³⁹² Ventrizzo, M. Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments (ECGI Law Working Paper No. 257/2014), European Corporate Governance Institute, Mayıs 2014, s. 19 vd.

kapsama alınmaktadır.³⁹³ Diğer bir ifadeyle bilgiyi doğrudan şirket içinden edinen kişiler ile bu bilgiyi onlardan herhangi bir şekilde öğrenerek kullanan üçüncü kişilerin içeriden öğrenen olmaları anlamında hiçbir fark yoktur. Böylelikle, içeriden öğrenenlerin ticareti yasağı yalnızca şirket yöneticileri ve çalışanlarıyla sınırlı kalmamakta; içsel bilgiye erişim sağlayan tüm kişiler işlem yasağı kapsamında düzenleyici sorumluluk altına alınmaktadır.

Özetle, AB'nin Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü merkezli düzenleme sistemi, içeriden bilgi kullanımını geniş ve objektif kriterlere dayalı olarak tanımlamakta ve bu işlemleri herhangi bir kişisel yükümlülük veya sadakat ihlali ispatı aramaksızın doğrudan tanımlamakta ve sorumluluk yüklemektedir.

Son dönemde gündeme gelen shadow trading uygulaması bu yaklaşım farklılığını ortaya koymaktadır. Örneğin, bir kişinin A şirketine ilişkin içeriden elde ettiği bilgiyi, bu bilgiden dolayı olarak etkilenecek olan B şirketinin payları kullanması, ABD'de yalnızca var olan teorilerin geliştirilmesi gibi yaratıcı hukuki yaklaşımlarla dava konusu yapılabilmektedir.³⁹⁴ Bu anlamda ABD'de olay daha önce anlattığımız üzere kişinin içeriden öğrenen olup olmaması temelinde değerlendirilmiştir. Oysa Avrupa Birliği düzenlemelerinde bu tür kişiler içeriden öğrenen kapsamına zaten alınmış ve bu tür işlemler, açıkça yasak kapsamına değerlendirilmiştir. Dolayısıyla, bu yaklaşımın da kural temelli (rule-based) bir sistem üzerine inşa edildiğini belirtmek mümkündür.

3.3. BİRLEŞİK KRALLIK'TA İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI

3.3.1. İçeriden Öğrenen Tanımı ve Gelişimi

Birleşik Krallık içeriden öğrenenlerin ticaretini uzunca bir süre boyunca yasadışı bir faaliyet olarak kabul etmemiş ve kişilerin Londra Menkul Kıymetler Borsası'ndaki yaptığı işlemleri yalnızca etik kurallar çerçevesinde değerlendirmiştir.³⁹⁵ Bu dönemi genel olarak içeriden öğrenenlerin ticaretini

³⁹³ Engle, s.33

³⁹⁴ Bknz. s.100 Panuwat Davası

³⁹⁵ Coffee, J. C. Law and the Market: The Impact of Enforcement, University of Pennsylvania Law Review, C. 156, S. 2, 2007, s. 230.

yaygın ve hukuki olarak serbest olduğu bir dönem olarak değerlendirmek mümkündür. İçeriden öğrenenlere dair ilk tartışmalar özellikle içeriden öğrenenlerin sahip olduğu güven ilişkisi ve sadakat yükümlülüğü çerçevesinde gerçekleştirilmiştir.³⁹⁶

İngiliz hukukuna göre içeriden öğrenen kavramını ele almak gerekirse belirli bir şirketin kamuyu açıklanmamış ve menkul Kıymet fiyatını etkileyebilecek bilgileri bilen ya da bilmesi gereken bir kişidir.³⁹⁷ Bu kavram, zaman içinde hem mahkeme içtihatları hem de Avrupa Birliği'nin Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü düzenlemelerinin etkisiyle evrilmiş, Brexit sonrası ise Birleşik Krallık kendi iç hukukuna özgü Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'nü kendi ihtiyaçlarına göre uyarlamıştır.

3.3.1.1. İlk Düzenlemeler ve AB Düzenlemeleri

20. yüzyılın başlarından itibaren sermaye birikiminin artması, anonim şirket yapılarının yaygınlaşması ve menkul kıymet piyasalarının büyümesi; yöneticilerin bilgiye dayalı menfaat sağlamalarına ilişkin hukuki ve etik tartışmaları beraberinde getirmiştir.³⁹⁸ Bu dönemde yargı içtihatları, şirket yöneticilerinin şirkete ilişkin özel bilgileri menfaat sağlamak amacıyla kullanmalarına odaklanmış; içeriden öğrenen olarak yalnızca yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticiler dikkate alınmıştır.³⁹⁹

20. yüzyılın ortalarına gelindiğinde, içeriden öğrenenlerin ticaretine zemin hazırlayan ilk düzenlemeler, özellikle şirket yöneticilerinin işlem açıklamalarını içeren kurallar üzerinden geliştirilmeye başlanmıştır.⁴⁰⁰ 1948 tarihli Companies

³⁹⁶ Alexander, K. Insider Dealing and Market Abuse: The Financial Services and Markets Act 2000 (CBR Working Paper No. 222), ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, 2001, s. 4.

³⁹⁷ Birleşik Krallık'ta cezai içeriden öğrenenlerin ticareti rejimi Criminal Justice Act 1993 (CJA 1993) Bölüm V'te düzenlenmiştir. Kanun suçu §52'de tanımlar; "inside information"ı §56'da (belirli menkul kıymet/ihraççıya ilişkin, spesifik/precise, kamuya açıklanmamış ve kamuya açıklansaydı fiyat üzerinde önemli etkisi olacak bilgi) olarak; "insider"ı ise §57'de bu bilginin "inside information" olduğunu bildiği ve onu bir inside source'tan edindiğini bildiği kişi olarak tanımlar.

³⁹⁸ Alexander, s.5.

³⁹⁹ Alexander, s.4-5.

⁴⁰⁰ Ferran, E. Building an EU Securities Market, Cambridge University Press, 2004, s. 67.

Act⁴⁰¹ kapsamında, şirket yöneticilerinin pay alım satımı gibi işlemlerine ilişkin belirli koşullarda beyan yükümlülüğü getirilmiştir.⁴⁰² Bu düzenleme içeriden öğrenenlerin ticareti ve içeriden öğrenen kavramı için yalnızca bir ön hazırlık niteliği teşkil etmiştir. Zira kanunda doğrudan içeriden öğrenen işlemlerine ilişkin özel bir düzenlemeye yer verilmemiştir. İçeriden öğrenenlerin ticareti ve içeriden öğrenen kavramına ilişkin ilk kapsamlı etik çerçeve ise 1968 yılında yayımlanan City Code on Takeovers and Mergers⁴⁰³ ile belirlenmiştir.⁴⁰⁴ Bu düzenlemeye göre şirket birleşme ve devralmaları sırasında yöneticilerin birleşmeye dair her bilgiyi bildiği kabul edilmiş ve içeriden öğrendikleri bilgiye dayalı olarak işlem yapmaları yasaklanmıştır. Çalışanlar veya pay sahiplerine ilişkin özel bir düzenleme ise 1980'lere kadar çıkarılmamıştır. Krallıkta içeriden öğrenenlerin ticareti, finansal piyasaların gelişimiyle birlikte, öncelikle İçeriden öğrenenlerin ticareti, ilk kez 1985 yılında yürürlüğe giren Company Securities (Insider Dealing) Act 1985⁴⁰⁵ kapsamında doğrudan suç olarak tanımlanmış ve yasadışı ilan edilmiştir. 1980 ve 1985 tarihli düzenlemelerde içeriden öğrenen tanımı oldukça sınırlı tutulmuş, yalnızca belirli yöneticiler ve görevlilerle sınırlı bir tanımla ele

⁴⁰¹ Companies Act 1948 (11 & 12 Geo. 6, c. 38), Birleşik Krallık parlamentosu tarafından 30 Haziran 1948'de Kraliyet Onayı olarak kabul edilmiş ve 1 Temmuz 1948'de yürürlüğe girmiştir. Uzun başlığında da ifade edildiği üzere, düzenleme Companies Act 1929 ve Companies Act 1947 (bazı istisnalar hariç) ile bunları tadil eden muhtelif hükümleri konsolide ederek şirketlerin kuruluşu, "memorandum and articles", sermaye yapısı, teminatlar ve yönetimine ilişkin genel çerçeveyi tek metinde toplamıştır. Daha sonra, konsolidasyon süreci kapsamında Companies Consolidation (Consequential Provisions) Act 1985 ile 1948 tarihli Kanun hükümleri yürürlükten kaldırılmış ve geçiş/koruma (savings) düzenlemeleri yapılmıştır.

⁴⁰² Companies Act 1948 (11 & 12 Geo. 6 c. 38), s. 195 ('Register of directors' shareholdings, etc.') uyarınca her şirket, yöneticilerin sahip oldukları veya edinmeye hak kazandıkları pay/debentürlerdeki menfaatleri gösteren bir sicil tutar ve değişiklikler bildirildiğinde kayda geçirir; sicil belirli koşullarda incelemeye açıktır.

⁴⁰³ City Code on Takeovers and Mergers, İngiltere'de şirket birleşme ve devralmalarını düzenleyen kurallar bütünü olup, ilk kez 27 Mart 1968 tarihinde yayımlanmıştır. Bu kod, o dönemde bağlayıcı bir yasa metni olmamakla birlikte, finansal piyasada şeffaflık ve adil işlem ilkelerini tesis etmeyi amaçlayan bir özdenetim düzenlemesi niteliğindedir. <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2019/11/18-Sep-70.pdf>

⁴⁰⁴ Teklif dönemi öncesinde mutlak gizlilik ilkesini benimser ve 'duyuru yapılmadan önce, teklife ilişkin gizli bilgiye vâkıf tüm kişilerin bu bilgiyi gizli tutması ve sızıntı riskini asgariye indirmesi gerekir' (Rule 2.1); ayrıca 'teklif veya muhtemel teklif hakkında gizli fiyat-hassas bilgiye vâkıf olan, teklif sahibi dışındaki hiç kimse, duyuru yapıncaya kadar hedef menkul kıymetlerinde hiçbir işlem yapamaz' hükmüyle (Rule 4.1) içeriden bilgiyi kullanarak işlem yapılmasını yasaklar

⁴⁰⁵ Company Securities (Insider Dealing) Act 1985 (1985 c. 8), 11 Mart 1985'te Royal Assent almış, s.18 uyarınca 1 Temmuz 1985'te yürürlüğe girmiş ve Kuzey İrlanda'ya uygulanmamıştır; uzun başlığı itibarıyla şirket menkul kıymetlerinde içeriden öğrenmeye ilişkin önceki hükümleri konsolide etme amacını taşır; müteakiben 1 Mart 1994'te (CJA 1993'ün yürürlüğe girmesiyle) tamamen ilga edilmiştir. <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1985/8/content>

almıştır. 1985 Yasası ile “connected with a company” tanımı 1985 Act, m.9’la bir kişinin yalnızca (i) şirketin direktörü, (ii) çalışanı, (iii) pay sahibi olması ya da (iv) mesleki/iş ilişkisi sebebiyle bilgiye erişmesi hâlinde içeriden öğrenen sayılacağını düzenler. Bu, içeriden öğrenen tanımını kurumsal bağlantıya bağlar. Buna göre yalnızca yöneticiler değil şirketin danışmanları avukatları veya yatırımcıları söz konusu kanuna göre içeriden öğrenenler olarak tanımlanmıştır. Ayrıca, içeriden bilgiye sahip kişilerin eşleri ve birinci derece yakınları da içeriden öğrenen statüsünde değerlendirilmiştir. Doğrudan içeriden bilgiye sahip olmayan ancak bu bilgiyi içeriden öğrenen kişilerden edinerek kullanan üçüncü kişilerin de içeriden öğrenen olduğu ve işlem yapması halinde sorumluluğu olduğu kabul edilmiştir.

Birleşik Krallık için 1990’lar özellikle Avrupa Birliği etkisiyle birlikte düzenlemelerin güçlendirildiği bir dönem olarak dikkat çekmektedir. Birleşik Krallık, 1989 yılında Avrupa Birliği tarafından kabul edilen 89/592/EEC sayılı direktife uyum sağlamak amacıyla, 1993 yılında yerel düzenleme niteliğinde olan Criminal Justice Act’ı yürürlüğe koymuştur. Criminal Justice Act 1993 Birleşik Krallık’ta içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasal çerçeveyi önemli ölçüde güçlendirmiş ve kapsamını genişletmiştir.⁴⁰⁶

CJA 1993, yalnızca yöneticiler ve doğrudan bilgiye sahip olan kişilerle sınırlı kalmayıp; geçici içeriden öğrenenleri, kamu görevlileri, düzenleyici otoritelerde görev yapanları ve bilgiyi dolaylı yolla edinen kişileri de içeriden öğrenen olarak kabul etmiştir. Bu dönemde Birleşik Krallık, Avrupa Birliği kaynaklı düzenlemeleri ulusal hukukuna entegre etmiş; özellikle içeriden öğrenen tanımını, Piyasa Bozucu Eylemler Yönergesi ve Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü başta olmak üzere AB mevzuatına paralel biçimde şekillendirmiştir. Bu durum Brexit sürecine ve akabinde Birleşik Krallık Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü (UK MAR) kabulüne kadar böyle devam etmiştir.

1993 tarihli düzenlemenin ardından, İngiliz yargısı içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin davalarda daha sıkı ve cezai sorumluluğu genişleten bir yaklaşım

⁴⁰⁶ Alexander, s.7.

benimsemeye başlamıştır. Bunun önemli bir örneği 2009 yılında gerçekleşen R v. McQuoid davasıdır.⁴⁰⁷ McQuoid, çalıştığı hukuk firması aracılığıyla bazı halka açık şirketlerin birleşme ve satın alma süreçlerine dair hassas finansal verilere erişim sağlamıştır. McQuoid, elde ettiği bu finansal bilgileri kayınpederi Leslie Jervis'e aktarmış ve bu bilgiler kullanılarak yapılan işlemler sonucunda maddi kazanç sağlanmıştır.⁴⁰⁸ Mahkeme, davanın içeriden öğrenilen bilgilerin kötüye kullanılması niteliğinde olduğunu değerlendirerek hem McQuoid'i hem de Jervis'i içeriden öğrenen olarak tanımlanmış ve içeriden öğrenenlerin ticareti suçundan suçlu bulunmuştur.

3.3.1.2. Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)

2000 yılında yürürlüğe giren Financial Services and Markets Act (FSMA), içeriden öğrenen tanımını Criminal Justice Act 1993'te öngörülen çerçevenin ötesine taşıyarak, sorumluluk alanını kayda değer şekilde genişletmiştir. FSMA'nın 118. maddesinde, içeriden öğrenenler; ihraççıların yöneticileri, ortakları ve çalışanları; meslek veya görevleri nedeniyle içsel bilgiye erişimi olan kişiler; suç faaliyeti neticesinde içsel bilgi edinenler ile sahip oldukları bilginin içsel nitelikte olduğunu bilen veya makul surette bilmesi gereken kişiler olarak tanımlanmıştır. FSMA ile birlikte, AB sistemi ile denklik sağlanmış yalnızca statüye dayalı içeriden öğrenen tanımından uzaklaşmış; bunun yerine, içsel bilgiye erişimi olan herkesin kapsama alınabileceği, bilgi bazlı bir yaklaşım benimsenmiştir.

3.3.1.3. Birleşik Krallık Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü (UK Market Abuse Regulation (UK MAR))⁴⁰⁹

Birleşik Krallık, Brexit sonrası dönemde içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemelerde Avrupa Birliği'nden ayrılarak, bağımsız ve iç hukuk merkezli bir

⁴⁰⁷ FSA Press Release. R v. McQuoid and Jervis, [2009] Southwark Crown Court, 27 Mart 2009.

⁴⁰⁸ R v. McQuoid and Jervis.

⁴⁰⁹ Bu çalışmada kullanılan "UK MAR" ibaresi, AB Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü No 596/2014 Brexit sonrası Birleşik Krallık iç hukukunda "retained EU law" olarak yer alan konsolide sürümünü ifade eden uygulama ve doktrin kaynaklı bir kısaltmadır; metnin resmî başlığı legislation.gov.uk'de "Regulation (EU) No 596/2014 ... as it forms part of retained EU law" biçimindedir. FCA da kendi sayfalarında bu kısaltmayı kullanarak "UK MAR"a atıf yapmaktadır. Financial Conduct Authority. Market Abuse Regulation, FCA, 3 Mayıs 2016 (son güncelleme 22 Mayıs 2023), <https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse/regulation#section-application-of-uk-mar>

düzenleyici yaklaşım geliştirmiştir. Brexit ile birlikte Birleşik Krallık, içeriden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili olarak Avrupa Birliği mevzuatından bağımsız hareket etmeye başlamış ve kendi cezai düzenlemelerini yeniden yapılandırmıştır. Birleşik Krallık, Avrupa Birliği'nin Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü düzenlemesinden ayrılmakla birlikte, bu düzenlemeyi retained EU law⁴¹⁰ kapsamında Birleşik Krallık Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü(UK MAR) adıyla kendi iç hukuk sistemine dahil etmiş ve çeşitli revizyonlarla içeriğini ülke şartlarına göre yeniden şekillendirmiştir. AB Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü' dan farklı olarak Birleşik Krallık Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü çerçevesinde içeriden öğrenenlerin ticareti için daha ciddi cezai yaptırımları öngörmüştür.⁴¹¹

Birleşik Krallık Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü kapsamında, halka açık şirketlerin yöneticileri gibi belirli kişiler doğrudan içeriden öğrenen sayıldığından şirket paylarıyla ilgili işlemleri gerçekleştirdikten sonra üç iş günü içinde FCA'ya bildirimde bulunmakla yükümlüdür.⁴¹² Söz konusu belirli işlemler halka açık şirketlerin yöneticilerinin kendi şirket paylarını bireysel olarak satın alması veya satması, şirket yöneticilerinin şirketin birleşme & satın alma sürecine girdiğini bildikleri durumlarda pay senedi alım satımı yapması, şirketin üst düzey yöneticilerinin büyük miktarda pay senedi satın almak veya satmak istemeleri, halka arz sürecinde olan bir şirketin yöneticilerinin şirketin halka arz tarihinden önce pay senedi işlemi yapmak istemeleri gibi hukukumuzdaki özel durumlara benzeyen işlemlerdir.

3.3.2. İçeriden Öğrenen Kavram Temelinin Diğer Ülkelerden Farkları

Birleşik Krallık'ta 1993 CJA öncesi rejim Companies Act 1980 ve onu konsolide eden Company Securities (Insider Dealing) Act 1985 içeriden öğreneni esasen şirketle bağlantı kişiler üzerinden, yani yönetici, çalışan, pay sahibi veya mesleki

⁴¹⁰ Retained EU law, AB'nin bir parçası olmaktan çıkmış olsa da Brexit sonrası yasal istikrarı sağlamak ve mevcut düzenin korunmasına yönelik olarak Birleşik Krallık'a entegre edilmiş olan AB yasalarını ifade eder.

⁴¹¹ 2021'te azami hapis 7 yıldan 10 yıla çıkarılmıştır. Financial Services Act 2021, c. 22, s. 31 (U.K.). Legislation.gov.uk. UK Public General Act 2021, c. 22, Section 31, <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2021/22/section/31>

⁴¹² Birleşik Krallık Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü (UK MAR) Article 19

ilişkisi nedeniyle bilgiye erişen kişi ekseninde tanımlayıp yayımlanmamış fiyat hassas bilgiyi kullanarak borsada işlem yapmayı suç sayan, statü-temelli dar bir model kuruyordu. Sonuçta 1993'e kadarki tabloda Birleşik Krallık statüye dayalı, ihraççı-merkezli ve bağlantılı kişi odaklı bir tanım kullanırken, ABD kavramı güven ilişkisine dayalı teorileriyle esnek biçimde hem kurumsal içeridekileri hem de 3.kişilere uzanan bir tanım etrafına kurulmaktaydı.

1980 tarihli Company Securities (Insider Dealing) Act⁴¹³ kapsamında içeriden öğrenen kavramı Amerikan hukukunda görülen şekilde teorik bir sadakat yükümlülüğü ekseninde temellendirilmemiştir. Buna göre ilgili Kanun'da içeriden öğrenen, şirketle özel bir ilişkisi olan veya bilgileri görevi, pozisyonu veya özel ilişkileri yoluyla elde eden kişi olarak tanımlanmıştır. Her ne kadar kişinin şirketle olan bağlantısı ve görevsel yükümlülükleri dikkate alınmış olsa da bu düzenleme esasen ABD'deki gibi saf bir sadakat yükümlülüğü araştırması yapmamaktadır.

1993 tarihli Criminal Justice Act, içeriden öğrenen tanımını genişletmiş ve bu kapsam değişikliğiyle birlikte düzenlemenin dayandığı normatif temelde de ABD hukukundan ayrılma başlamıştır. ABD hukukunda içeriden öğrenen kavramı halen sadakat yükümlülüğü ve dolandırıcılık temelli bir yapı ile değerlendirilirken, Birleşik Krallık 1993 sonrasında sadakat yükümlülüğünü açıkça pozitif hukuka taşımamış; cezalandırma pratiğinde esas kriter olarak güven ihlali değil, bilgiye erişimdeki asimetrik durum kabul edilmiştir.⁴¹⁴ Bu dönemin ardından içeriden öğrenen tanımında ahlaki normlar temelinde şekillenen güven, sadakat ve ihanet kavramları yerini, bilgiye eşit erişim ilkesine dayalı yapısal eşitsizlik karşıtlığına bırakmıştır.⁴¹⁵ Tanım, bu bağlamda kişisel ilişkilere dayalı değerlendirme modelinden uzaklaşmış ve sermaye piyasalarında sistematik bilgi adaletsizliğini engellemeyi amaçlayan daha kapsayıcı bir çerçeveye evrilmiştir. Avrupa Birliği'nin Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'yle de bu yaklaşım kurumsal ve hukuki

⁴¹³ Company Securities (Insider Dealing) Act 1985, İngiltere'de içeriden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili çıkarılmış olan ilk özel yasadır.

⁴¹⁴ Ventrizzo, s.42

⁴¹⁵ Ventrizzo, s.37 vd.

düzeyde kalıcı biçimde yerleşiklik kazanmıştır.⁴¹⁶ Günümüzde, kişinin içsel bilgiye sahip olması ve bu bilgiye dayanarak işlem yapması durumu, içeriden öğrenen olarak tanımlanması için yeterli kabul edilmektedir.

⁴¹⁶ European Commission. Statement by Commissioner Michel Barnier on the Endorsement by the European Parliament of the Political Agreement on the Market Abuse Regulation (MEMO/13/773), 9 Eylül 2013, European Commission.

4. BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI

Türk sermaye piyasası hukukunda içeriden öğrenenlerin ticareti müessesesi ve bağlı olarak içeriden öğrenen kavramı 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu'na 29 Nisan 1992 tarihli 3794 sayılı Kanunla getirilen değişiklikler sonucu hukukumuzda dâhil edilmiş; suç tipi o dönemde m.47/A-1'de tipikleştirilmiştir. Bunu izleyen 1999 tarihli 4487 sayılı Kanun revizyonları sonrasında, 6 Aralık 2012'de kabul edilip 30 Aralık 2012'de Resmî Gazete 'de yayımlanan 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu, içerden öğrenmeye dayalı işlemleri bilgi suistimali başlığı altında m.106'da yeniden sistematikleştirerek; piyasa dolandırıcılığı ile birlikte güncel AB düzenlemeleriyle uyum hedefi doğrultusunda yeknesak hâle getirilmiştir. Böylece içeriden öğrenen kavramı tanım yönünden gelişmiş ekonomilerle uyum sağlamıştır.

Birincil düzenlemeyi, ikincil mevzuat üzerinden yürütülen sürekli güncelleme ve boşluk kapatma yaklaşımı tamamlamaktadır: 23 Ocak 2014 tarihli II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği, içsel bilgi tanımını, bu bilgilere erişimi olanlar listesini ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini ayrıntılandırarak uygulamayı standartlaştırmış; 2017 (II-15.1.a) ve 2018 (II-15.1.b) değişiklikleriyle kapsam ve bildirim eşikleri revize edilmiştir. Aynı doğrultuda, 21 Ocak 2014 tarihli VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'ne (VI-104.1) dayanarak içsel bilgiye dayalı işlemler piyasa bozucu davranış kategorilerini somutlaştırmış; V-101.1 sayılı Bilgi Suistimali Ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği ise bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı incelemelerinde uygulanacak geçici tedbir rejimini düzenleyerek icra kapasitesini güçlendirmiştir. SPK'nın "Özel Durumlar Rehberi" ve tebliğ değişikliklerine ilişkin açıklamaları, kavramın tanımı ve sınırları bakımından uygulamaya rehberlik etmeye devam etmekte ve eksikliklerin pratikte giderilmesini sağlamaktadır.

Türk sermaye piyasası hukukunda içeriden öğrenen kavramı, içsel bilgiye sahip olan gerçek veya tüzel kişiyi ifade eden fonksiyonel bir statüdür. Ülkemiz hukukunda bu kavram doğrudan açıklanmak yerine kanunda örnek kategoriler üzerinden işlenmiştir. İlgili kanun maddesi AB düzenlemeleriyle aynı düzenleme olup içsel bilgiyi bilen herkesin içeriden öğrenen olarak tanımlanmasına imkan sağlaa.

4.1. 6362 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU ÇERÇEVESİNDE İÇERİDEN ÖĞRENEN KATEGORİLERİ

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesi, içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu detaylı biçimde düzenlemekte ve bu suçu işleyebilecek kişi gruplarını açıkça belirtmektedir. Maddeye göre, içsel bilgiye dayanarak sermaye piyasası araçları üzerinde alım-satım yapan, bu bilgileri üçüncü kişilere aktaran veya bu bilgilere dayanarak yatırım tavsiyesi veren kişiler, içeriden öğrenenlerin ticareti suçundan sorumlu tutulmaktadır. Sermaye piyasası hukukunda içeriden öğrenen sayılabilecek kişiler çeşitli kategorilere ayrılmaktadır. Öncelikle ihraççının kendisi ile bağlı veya hâkim ortaklıklarında yönetici sıfatını taşıyan kişiler bu kapsamdadır. Bunun yanında, anılan ortaklıklarda pay sahipliği ilişkisi nedeniyle içsel bilgiye erişim imkânı bulunan kişiler; iş, meslek veya görevlerinin ifası dolayısıyla bu bilgilere sahip olan kişiler ve içsel bilgiye suç işlemek suretiyle ulaşanlar da içeriden öğrenen sayılmaktadır. Son olarak, elindeki bilginin içsel bilgi niteliğinde olduğunu bilen veya somut olayın şartları gereği bilmesi gereken kişilerin de içeriden öğrenen kapsamında değerlendirilmesi mümkündür. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde, bu kişi gruplarının her biri ayrı başlıklar altında ayrıntılı olarak değerlendirilecektir.

Her ne kadar söz konusu düzenlemede kategorik bir şekilde sınıflandırılması yapılmış olsa da bu ayrımın ne suçun oluşumunda ne de uygulanacak yaptırımların niteliğine doğrudan bir etkisi bulunmamaktadır.⁴¹⁷

⁴¹⁷ Şenol, s.139-140; Çetin, s.659

4.1.1. İhraççıların ve Bunların Bağlı veya Hâkim Ortaklıklarının Yöneticileri

İçeriden öğrenenler arasında ilk sırada, şirketin yönetim kurulu üyeleri, genel müdürleri ve üst düzey yöneticileri gibi şirketin karar alma süreçlerinde aktif rol oynayan kişiler yer almaktadır. Görevleri gereği sürekli ve doğrudan içsel bilgiye erişim imkânı bulunan bu kişilerin, ek bir illiyet bağı aranmaksızın içeriden öğrenen olarak tanımlandığı ve hukuki sorumluluğun doğduğu kabul edilmektedir.⁴¹⁸ Bunun dışında, şirketin diğer çalışanları, azınlık veya çoğunluk pay sahipliği ilişkisi bulunan pay sahipleri de görev, konum veya sahip oldukları haklar gereği içsel bilgiye erişebildikleri durumlarda içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilmektedir. Nitekim, mevzuatta yönetici konumunda bulunan kişiler açısından içsel bilgiye erişim varsayımı doğrudan kabul edilirken; çalışanlar, pay sahipleri veya danışmanlar gibi diğer gruplarda bu bilgiye erişimin somut biçimde ortaya konulması gerekmektedir.⁴¹⁹ Bu kapsamda, yöneticilerin içsel bilgiye sahip oldukları, herhangi bir ek delile ihtiyaç duyulmaksızın mevzuat çerçevesinde varsayılmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili düzenlemeler kapsamında yönetici kavramı yalnızca yönetim kurulu üyeleriyle sınırlı olmayıp, şirketin planlama, yönetim ve kontrol süreçlerinde doğrudan veya dolaylı olarak etkili olan tüm üst düzey yöneticileri de kapsamaktadır. Türkiye Muhasebe Standardı m.24⁴²⁰ uyarınca üst düzey yönetici personel olarak adlandırılan bu kişiler, şirketin faaliyetlerine ilişkin önemli kararları alma yetkisine sahip olduklarından doğal olarak içeriden öğrenenler kapsamında değerlendirilmektedir. Bu kapsamda, yönetim kurulu üyesi olmasalar dahi şirket politikalarını belirleme, stratejik karar alma veya içsel bilgilere düzenli erişim sağlama yetkisine sahip kişiler de kanunen içeriden

⁴¹⁸ Manavgat (2019) s.186.

⁴¹⁹ Arslan, s.135.

⁴²⁰ Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu. Türkiye Muhasebe Standardı 24 (TMS 24): İlişkili Taraf Açıklamaları, 2023, https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS_TFRS_Setleri/2023/Mavi_Kitap/TMS/TMS%2024.pdf

öğrenen sayılmaktadır.⁴²¹ Örneğin, genel müdür, finans direktörü, pazarlama veya operasyon yöneticileri gibi üst düzey yöneticiler, yönetim kurulu üyesi olmasalar bile ihraççı şirketin kritik karar alma süreçlerinde etkin olduklarından bu kişilerin doğrudan içeriden öğrenen olarak tanımlanması mümkündür. Gerçekten de II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği, ihraççının ticari faaliyetlerini ve hedeflerini etkileyebilecek düzeyde idari sorumluluğa sahip kişileri, içeriden öğrenen kapsamına dahil etmiştir. Doğrudan karar alma yetkisine sahip olmasalar dahi, içsel bilgiye erişimleri ve şirket yönetim süreçlerine dolaylı etkileri nedeniyle bu kişiler içeriden öğrenen olarak hukuki sorumluluk taşımaktadır. Bu çerçevede, idari karar süreçlerinde etkin konumda bulunan kişiler, doğrudan içeriden öğrenen sıfatı kazanarak hukuki ve düzenleyici sorumluluk altına alınmaktadır.

Nitekim Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yürütülen az sayıdaki denetimler sonucunda yapılan suç duyurularının önemli bir bölümü şirket yöneticilerine yöneliktir. Yapılan istatistiksel araştırmalara göre, içeriden öğrenenlerin ticareti suçundan yargılanan kişilerin yaklaşık %70,45'i; kurucu ortaklar, pay sahibi yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri ile genel müdür ve yardımcıları gibi üst düzey yönetici pozisyonunda bulunan kişilerden oluşmaktadır.⁴²²

Sermaye piyasalarında bilgiye erişim bakımından avantajlı konumda bulunan bir diğer aktör grubu hâkim pay sahipleri ve yüksek portföy büyüklüğüne sahip nitelikli yatırımcılardır.⁴²³ Bu gruptaki aktörler, piyasa dengesini bozabilecek nitelikte içsel bilgilere erişimleri dolayısıyla hukuka aykırı menfaat sağlama riski taşımaktadırlar. Hâkim pay sahipleri, şirket üzerinde doğrudan veya dolaylı kontrol ilişkisi kurmaları sayesinde yönetim kurulu üyelerini atama ve stratejik kararları yönlendirme gücüne sahiptir. Bu ayrıcalıklı konum, hâkim pay sahipleri içsel bilgilere kamuya açıklanmadan önce erişim sağlamalarına ve bu bilgileri kullanarak asimetrik bilgiye dayalı piyasa işlemleri gerçekleştirmelerine imkân

⁴²¹ Özel Durumlar Tebliği'ndeki tanım, "1) İhraççının yönetim kurulu üyeleri, 2) Yönetim kurulu üyesi olmadığı halde, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak düzenli bir şekilde erisen ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi olan kişiler" şeklindedir

⁴²² Baltacı- Vural, s.561

⁴²³ Manavgat, s.138

tanıyabilir.⁴²⁴ Bu nedenle, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde hâkim pay sahipleri de içeriden öğrenen olarak kabul edilmiş ve bu kişiler için özel sınırlamalar ve bildirim yükümlülükleri getirilmiştir.

Türkiye’de, holding ve grup şirketler gibi kavramlar sıklıkla kullanılmakla birlikte, bu yapılar TTK’da teknik olarak şirketler topluluğu kavramı altında m.195-209 hükümleriyle düzenlenmiştir. Ortaklıklar hukuku çerçevesinde, bir işletmenin başka bir işletme üzerinde doğrudan veya dolaylı olarak %50 veya daha fazla paya sahip olması ya da yönetim organını belirleme yetkisini elinde bulundurması, bu iki işletme arasında kontrol ilişkisi kurar ve söz konusu işletme bağlı ortaklık olarak değerlendirilir. Bu yaklaşım, günümüzde Sermaye Piyasası Kurulu’nun II-14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği ve Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 27) çerçevesinde de benimsenmektedir. Bu bağlamda, sermaye piyasası düzenlemeleri uyarınca bir işletmenin doğrudan veya dolaylı kontrol sağladığı iştirakler, bağlı ortaklık olarak sınıflandırılmaktadır.

Bağlı ve hâkim ortaklık kavramlarının hukuki çerçevesini anlayabilmek için TTK 195. maddesinde yer alan şirketler topluluğu düzenlemesi esas alınmalıdır. Bu hüküm, bir ticaret şirketinin diğer bir şirket üzerinde doğrudan veya dolaylı hâkimiyet kurduğu durumlarda, taraflar arasında bir bağlılık ilişkisi kurulduğunu ifade eder.

Anılan maddeye göre, bir ticaret şirketi başka bir ticaret şirketinin oy haklarının çoğunluğuna doğrudan veya dolaylı olarak sahipse, şirket sözleşmesi uyarınca yönetim organında karar alınabilecek çoğunluğu oluşturacak sayıda yönetim kurulu üyesi seçme yetkisine sahipse, tek başına pay sahipliğinin veya oy haklarının çoğunluğunu elinde bulunduruyorsa yahut şirketle arasında bulunan sözleşme gereği veya başka bir şekilde şirket üzerinde belirleyici bir kontrol gücüne sahipse, bu şirket diğer şirketin hâkim ortağı konumundadır. Daha açık bir ifadeyle hâkim ortaklık, bir şirketler topluluğunda diğer şirketlerin yönetimini

⁴²⁴ Dierkens, N. Information Asymmetry and Equity Issues, Journal of Financial and Quantitative Analysis, C. 26, S. 2, 1991, s. 181-199, <https://doi.org/10.2307/2331264> , s. 184.

doğrudan veya dolaylı biçimde kontrol eden ve bu şirketlerin stratejik kararları üzerinde belirleyici bir etkisi bulunan ortaklık olarak tanımlanır. TTK, hâkim ortaklığı belirlerken sadece sermaye veya pay sahipliği oranına değil, aynı zamanda şirket yönetimi üzerindeki fiilî veya sözleşmeye dayalı kontrol gücüne de önem vermektedir.

Hâkim ortaklık, TMS' ye göre ise bir veya birden fazla bağlı ortaklığı kontrol eden işletme olarak tanımlanmaktadır. TMS, bağlı ortaklık için ise başka bir işletme tarafından kontrol edilen, genellikle aynı grubun parçası olan tüzel kişiler şeklinde bir tanımlama yapmaktadır. Bu tanımlardan hareketle, ihraççı ile hâkim ortaklık arasında bir kontrol ilişkisi bulunduğu ve bu sebeple içsel bilgilerin hâkim ortaklığa ve bağlı ortaklıklarına aktarımının yüksek olasılıkla gerçekleştiği söylenebilir.⁴²⁵ Türkiye'de Sabancı Holding ve Koç Holding gibi çok ortaklı yapıdaki şirket grupları, hâkim ortaklık ve bağlı ortaklık ilişkilerine dair örnekler olarak gösterilebilirler.

Kanun, ihraççıların finansal raporlarında hâkim ortaklıklarını ve bağlı ortaklıklarını da kapsamı gerektiğini düzenleyerek, bu işletmeler arasındaki kontrol ilişkisini tespit edilebilir kılmaktadır.⁴²⁶ Bununla birlikte, Türkiye'de bağlılık ilişkisi formel olarak kurulmamış birçok grup şirket yapısı da bulunmaktadır. Bu bağlamda, söz konusu grup şirketlerin içeriden öğrenenler kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceği tartışma konusudur. Gerçekten de grup şirketler, hâkim ve bağlı ortaklıklarda olduğu gibi, içsel bilgilere fiilen erişim imkânına sahip olabilmektedir.⁴²⁷ Ancak kanun, içeriden öğrenenlerin kimler olduğunu açık bir şekilde kategorik olarak belirlediğinden, grup şirketlerin bu kapsam dışında bırakıldığı kabul edebilse de bu durum yalnızca bu kategori için geçerli olup genel içeriden öğrenen değerlendirmesi için bu yorumu yapmak mümkün değildir. Ayrıca grup şirket bünyesindeki kişilerin, içsel bilgiye görev veya mesleki faaliyetleri çerçevesinde erişmeleri söz konusu olabileceğinden SPKn m.106/1-c

⁴²⁵ Manavgat (2017) s.33.

⁴²⁶ Gezmiş, Ş. – Başaran, M. 6335 Sayılı Kanunla Değişik 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda Anonim Şirketler Rehberi, Bilge Yayınevi, İstanbul 2012, s. 204.

⁴²⁷ Arslan, s.142.

bendi kapsamında içeriden öğrenen olarak değerlendirilmeleri daha isabetli olacaktır.

Bu bağlamda, sermaye piyasalarında içeriden öğrenenlerin ticareti açısından, ihraççıların ve bunlara bağlı hâkim ortaklıkların yöneticileri, içsel bilgiye düzenli erişimi bulunan ve karar alma sürecine katılan idari sorumluluk sahipleri olarak kabul edilmektedir.⁴²⁸ Ancak, içsel bilgiye erişimi bulunmayan yöneticilerin içeriden öğrenen olarak değerlendirilmesinin hukuken mümkün olmadığına dair görüş de mevcuttur. Buna göre örneğin, insan kaynakları biriminde görevli bir personel müdürünün şirketin mali durumuna ilişkin içsel bilgiye doğrudan erişiminin bulunması beklenmemesi gerektiğine, dolayısıyla bir kişinin içeriden öğrenen olarak kabul edilebilmesi için yalnızca yönetici sıfatına sahip olması yeterli olmayıp, şirketin içsel bilgilerine düzenli ve doğrudan erişim imkânına sahip olması da gerekmektedir. Bu sebeple, yöneticilerin içsel bilgiye erişim durumları somut olarak ayrı ayrı değerlendirilmelidir.⁴²⁹

4.1.2. İhraççıların veya Bunların Bağlı veya Hakim Ortaklarında Pay Sahibi Olmaları Nedeniyle Bu Bilgilere Sahip Olan Kişiler

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesi uyarınca doğrudan içeriden öğrenen olarak değerlendirilen ikinci grup, ihraççıların veya bunların bağlı ya da hâkim ortaklıklarında pay sahibi olmaları sebebiyle içsel bilgilere erişebilen kişilerdir. Ancak, Kanun'un açık hükmü gereğince her pay sahibi bu kapsamda içeriden öğrenen sayılmamaktadır.⁴³⁰ Bu kapsamda, yalnızca içsel bilgiye fiilen erişimi bulunan veya erişimi olduğu ispat edilebilen pay sahipleri içeriden öğrenen olarak değerlendirilmektedir.⁴³¹ Ancak mevzuat, ek bir düzenleme getirmediğinden bizim de savunduğumuz görüşe göre, ilgili kanun açıklamasında

⁴²⁸ Okuyucu Ergün, s.19.

⁴²⁹ Şenol, s.140

⁴³⁰ Kurumsal pay sahiplerinin ihraççı üzerindeki nüfuzu ve karar alma süreçlerine katılımı, küçük pay sahiplerine oranla çok daha yüksektir. Bu nedenle küçük pay sahiplerinin içsel bilgiye erişim olanağı oldukça sınırlı kalır. Dolayısıyla, pay sahipliği dolayısıyla içsel bilgiye sahip olduğu varsayılan grubun esasen kurumsal pay sahipleri olduğu kabul edilmektedir. Moloney, N. EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Baskı, Oxford University Press, 2014, s. 723. ; Aksoy, s.162

⁴³¹ Okuyucu Ergün, s.20.

herhangi bir ek açıklama bulunmadığından bilgiye sahip her pay sahibinin söz konusu kategoriye girmesi önünde bir engel bulunmamaktadır.

İlk görüş ise yalnızca şirket üzerinde fiilî yönetim gücüne veya belirleyici etkiye sahip olan pay sahiplerini içeriden öğrenen olarak değerlendirmiştir.⁴³² Şirketin idari süreçlerinde belirleyici etkiye sahip olan bu kişilerin, bu konuları nedeniyle içsel bilgiye erişimleri olağandır.⁴³³ Bu bağlamda, söz konusu kişilerin şirketteki konuları ile içsel bilgiye erişimleri arasında doğrudan bir işlevsel bağlantı olduğu kabul edilmektedir. Bir başka deyişle, ihraççı veya bağlı ya da hâkim ortaklıklarda pay sahibi olmak içeriden öğrenen olarak kabul edilmek için tek başına yeterli olmayıp, kişinin içsel bilgiye fiilen erişim imkânının bulunması gerekmektedir.⁴³⁴

İçeriden öğrenenlerin belirlenmesine ilişkin değerlendirme, herhangi bir sabit pay oranına dayandırılmamaktadır. Bu yaklaşım oldukça yerindedir çünkü ihraççıların sermaye yapısına göre bazı paylara yönetsel imtiyazlar tanınabilmektedir. Özellikle, sermaye oranı düşük olmasına rağmen, oy veya yönetim hakkı imtiyazı taşıyan paylara sahip kişiler, doğrudan yönetim kontrolünü ellerinde bulundurabilmektedir.⁴³⁵ Bu doğrultuda, yüksek pay oranına sahip olmasalar dahi fiili yönetim yetkisine sahip olan bu kişiler, içeriden öğrenen kapsamında değerlendirilebilir. Sonuç olarak, içeriden öğrenenlerin belirlenmesinde yalnızca pay sahipliği oranı değil; kişinin şirket yönetimi üzerindeki etkisi ve içsel bilgiye erişim yeteneği esas alınmaktadır.⁴³⁶

4.1.3. İş, Meslek ve Görevlerin İcrası Nedeniyle Bu Bilgilere Sahip Olan Kişiler

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesi uyarınca, içeriden öğrenen sayılan üçüncü grup, iş, meslek veya görevlerini yerine getirmeleri dolayısıyla içsel bilgiye

⁴³² Aksoy, s.162.; Duman, s.395

⁴³³ ABD'de içeriden öğrenen bilgilere dayalı işlemlerle ilgili içtihat hukukunun temel taşlarından biri olarak kabul edilen *In the Matter of Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961) kararında, içeriden öğrenen olan yöneticilerin işleri gereği sürekli olarak içsel bilgiye maruz kaldıkları bu nedenle düzenlemeler konusunda uyumlaştırılması en önemli kesimin yöneticiler olduğundan bahsedilmektedir.

⁴³⁴ Okuyucu Ergün, s.20.

⁴³⁵ İhtiyar, s.193.

⁴³⁶ İhtiyar, s.193.

ulaşabilen kişileri kapsamaktadır. Bu gruba dahil edilen kişiler, mesleki veya görevsel konularından kaynaklanan yetkileri ve erişim olanakları sayesinde içsel bilgiye ulaşabilmektedir. Ancak kişinin bu kategori çerçevesinde içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilmesi için içsel bilgiye, doğrudan iş, meslek veya görev icrası sırasında erişmiş olması gerekmektedir. İçsel bilgiye mesleki konumdan bağımsız şekilde erişilmişse, kişi bu grup kapsamında değerlendirilemez.⁴³⁷ Başka bir ifadeyle, içeriden öğrenen statüsünün belirlenmesinde yalnızca görevle bilgi arasında dolaylı bir bağın bulunması yeterli görülmemektedir.⁴³⁸ Bilginin elde edilme yöntemi de dikkate alınmalıdır. Bu kapsamda, Kanun maddesinde belirttiği kategoriye göre içeriden öğrenen sayılabilmesi için kişinin içsel bilgiye, görevine özgü bir faaliyet veya süreç neticesinde ulaşmış olması gerekir. Örneğin, bir finans direktörünün mali raporlara erişimi doğal görev kapsamına girdiğinden, kişi bu kapsamda içeriden öğrenen sayılır. Ancak, aynı bilgiyi şirketin ilgili bölümünde çalışmayan bir kişinin bir toplantıya yanlışlıkla dahil olması, kamuya kapalı bir konuşmayı tesadüfen duyması gibi durumlarda içeriden öğrenen statüsü bu kategori kapsamında verilmemelidir.⁴³⁹

Bu başlık kapsamında bir kişinin içeriden öğrenen olarak nitelendirilebilmesi için, içsel bilgiye doğrudan ve sistematik biçimde, iş, meslek veya görev icrası sırasında erişiyor olması gerekir. Tesadüfi veya bağlam dışı bilgi edinimleri ise bu kapsamda değerlendirilemez.⁴⁴⁰ Bu kapsamda, şirket avukatları, bağımsız denetçiler, finansal danışmanlar, yatırım analistleri, üst düzey yöneticiler ve iç denetim personeli gibi görevleri gereği içsel bilgiye erişim imkânı bulunan kişiler, mesleki pozisyonları dolayısıyla içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilecektir. Daha açık ifade ile kişinin söz konusu bilgiyi görevden kaynaklanan sorumluluğuna dayanmaksızın, tesadüfi biçimde ya da özel ilişkiler yoluyla

⁴³⁷ Arslan, s.148.

⁴³⁸ Okuyucu Ergün, s.21.

⁴³⁹ Evik-Evik, s.40.

⁴⁴⁰ Okuyucu Ergün, s.21

edinmesi durumunda, bu kişi üçüncü grup kapsamında içeriden öğrenen olarak tanımlanamaz.⁴⁴¹

İçeriden öğrenenlerin ticareti bağlamında tartışılan yaklaşımlardan biri de görev temelli sorumluluk sınırlamasıdır. Bu yaklaşıma göre, bir kişi içsel bilgiye görev ve yetki sınırları içinde ulaşabiliyorsa doğrudan içeriden öğrenen olarak tanımlanır.⁴⁴² Bu görüş doğrultusunda, içeriden öğrenen olarak kabul edilmek için içsel bilginin, kişinin görev tanımı kapsamında ve rutin yetki alanı dahilinde elde edilmiş olması gerekir.⁴⁴³ Öte yandan, kişi görev sınırlarını aşarak veya yetkisi dışında bir şekilde içsel bilgiye ulaşmışsa, doğrudan içeriden öğrenen statüsünde değil; nedensellik kapsamında sorumlu tutulması gerekebilir.⁴⁴⁴

Örneğin, bir şirketin finans direktörü, görev tanımı kapsamında şirketin mali tablolarını analiz ederken henüz kamuya açıklanmamış finansal bilgilere erişiyorsa, bu durumda içeriden öğrenen olarak kabul edilir.⁴⁴⁵ Zira bu kişi, görevi gereği söz konusu bilgilere erişim yetkisine hukuken sahiptir. Öte yandan, aynı kişi kendisine tahsis edilmemiş bir rapora yetkisiz şekilde erişir veya onaylı olmayan toplantılara izinsiz katılım yoluyla bilgi edinirse, bu bilgi edinme süreci görev tanımının dışına çıkar. Bu durumda, görev sınırlaması ilkesine aykırı hareket ettiği gerekçesiyle içeriden öğrenen statüsünün belirlenmesi tartışmalı hale gelir. Ancak görev sınırlarının nasıl belirleneceği ve bilgiye erişimin ne şekilde gerçekleştiğinin hangi kriterlere göre tespit edileceği uygulamada önemli sorunlar yaratabilecektir.

Öte yandan yatırım kuruluşları ile yan hizmet sağlayıcıları, içeriden öğrenenler bakımından yüksek maruziyet grubunu oluşturur; zira finansal güçleri ve piyasadaki etkileri, şirket yönetimleriyle daha yakın temas kurmalarını ve paydaş toplantıları, analist görüşmeleri ile strateji bilgilendirmeleri gibi kanallar üzerinden içsel bilgilere dolaylı erişim ihtimalini artırır. Ayrıca bu yatırımcıların özel finansal

⁴⁴¹ Usluadam, s.237

⁴⁴² Çetin, s.660

⁴⁴³ Çetin, s.660

⁴⁴⁴ Evik bu konuda aksi bir görüş savunmakta olup bilginin içeriden öğrenen tarafından nasıl öğrenildiğinin önemi olmadığını savunmaktadır. Evik (2019), s.180-182.

⁴⁴⁵ Arslan, s.150.

analiz, birleşme-devralma danışmanlığı ya da piyasa istihbaratı sağlayan kuruluşlarla iş birliği yapmaları, henüz kamuya açıklanmamış stratejik verilere erken erişim olasılığını güçlendirebilecektir. Nitekim ampirik çalışmalar, büyük portföy yöneticilerinin kamuya açıklama öncesi oluşan bilgi avantajları sayesinde anormal getiriler elde edebildiklerini ve bunun piyasa bütünlüğü açısından ciddi bir tehdit oluşturduğunu göstermektedir.⁴⁴⁶

Türk sermaye piyasası hukukunda, içsel bilgiye sahip olma durumu, 106/c kapsamında bilginin edinilme yöntemine göre iş, meslek veya görev icrası kapsamında bilgiye erişim sağlayan kişiler olarak üç başlık altında kategorize edilmektedir. Bu sınıflandırma, içsel bilginin edinilme biçimi ile failin hukuki sorumluluğu arasında kurulan nedensellik bağına dayanmakta olup, içeriden öğrenenin nitelendirilmesi bakımından belirleyici bir rol üstlenmektedir.

4.1.3.1. İş

İşin yürütülmesi kapsamında içsel bilgiye erişim sağlayan kişiler, ihraççı ile hizmet sözleşmesi ilişkisi bulunan ve bu nedenle şirket içi faaliyetlere dâhil olan çalışanlardır. Kanun koyucu, içsel bilgiye erişimi olan kişileri tanımlarken, ihraççı ile hizmet ilişkisi bulunan ve bu ilişki çerçevesinde bilgiye ulaşan çalışanları da kapsam dâhilinde değerlendirmiştir.⁴⁴⁷ Bu grup, üst düzey yönetici konumunda olmayan ancak şirketin operasyonel bilgi akışına doğrudan erişimi bulunan çalışanlardan oluşmaktadır. Özellikle finans, muhasebe ve mali işler departmanlarında çalışan kişiler bu kapsama girmektedir. Bu değerlendirmede belirleyici unsur, çalışanın yürüttüğü görev ile içsel bilgiye erişimi arasında doğrudan bir fonksiyonel bağlantının bulunmasıdır. İçsel bilgiye erişimi bulunan kişilerin Merkezi Kayıt Kuruluşu'na bildirilmesi yükümlülüğü⁴⁴⁸ bu çalışanların

⁴⁴⁶ Eckbo, B. E. – Smith, D. C. The Conditional Performance of Insider Trades, The Journal of Finance, C. 53, S. 2, 1998, s. 467-498, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.2159> ; Easley, D. – O'Hara, M. Price, Trade Size, and Information in Securities Markets, Journal of Financial Economics, C. 19, S. 1, 1987, s. 69-90, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90029-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90029-8) , s. 73.

⁴⁴⁷ Manavgat s.35

⁴⁴⁸ Özel Durumlar Tebliği MADDE 7 – “(1) *İhraççılar tarafından, iş akdi ile veya başka bir şekilde kendilerine bağlı olarak çalışan ve içsel bilgilere düzenli erişimi olan kişiler MKK'ya bildirilir ve bu bilgilerde değişiklik olduğunda en geç iki iş günü içinde gerekli güncellemeler yapılır. Bu bildirimler üzerine, ihraççılar bazında içsel bilgilere erişimi olan kişiler listesi MKK tarafından saklanır ve talep üzerine Kurula ve ilgili borsaya gönderilir.*”

izlenmesini ve olası bilgi suistimallerinin önlenmesini kolaylaştırmaktadır. Nitekim bu yaklaşım TTK içeriğinde incelenen bağlılık yükümlülüğünün kişiyi doğrudan içeriden öğrenen yapma tezimizi de desteklemektedir.

4.1.3.2. Meslek

Meslek, TDK' da belli bir eğitim ile kazanılan, beceriye dayalı hizmet karşılığı para kazanmak için yapılan iş şeklinde tanımlanmıştır. Bu anlamda meslek başlığıyla incelenen içeriden öğrenenler, şirket dışı profesyonellerdir. Mesleğin icrası nedeniyle içsel bilgiye erişim sağlayan kişiler, ihraççı ile iş akdine dayalı bir ilişkisi bulunmayan, ancak mesleki faaliyetleri gereği içsel bilgilere ulaşma imkânına sahip profesyonellerdir.⁴⁴⁹ Bu kişiler, şirket bünyesinde sürekli olarak istihdam edilmeyen ancak sundukları mesleki hizmetler nedeniyle içsel bilgiye vakıf olabilen bireylerdir. Örneğin, şirketin bağımsız denetçisi, avukatı, mali müşaviri veya danışmanı gibi kişiler, yürüttükleri mesleki faaliyetler çerçevesinde içsel bilgiye erişim sağlayabilecek profesyonellere örnek teşkil etmektedir.⁴⁵⁰ Merkezi kayıt sistemlerinde doğrudan yer almadıkları için bu kişilerin tespiti ve denetimi, içsel bilgiye erişimi olan çalışanlara kıyasla daha sınırlı kalmaktadır. Ancak bu kişilerin başka öncüle gerek kalmaksızın içeriden öğrenen olarak tanımlanabilmesi veya 106/c kapsamında değerlendirilmesi için, kişinin mesleki faaliyeti kapsamında içsel bilgiye erişmiş olması ve bu erişim ile yapılan işlem arasında nedensellik bağının kurulması gerekmektedir.⁴⁵¹ Bu kapsamda, bağımsız meslek icra eden kişilerin içeriden öğrenen olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği, erişilen bilginin mahiyeti ve elde edilmiş şekli dikkate alınarak dikkatle değerlendirilmelidir.⁴⁵² Bağımsız meslek kapsamında; avukatlık, bağımsız denetçilik, mali müşavirlik ve danışmanlık gibi alanlar örnek olarak sayılabilir.⁴⁵³ Ancak bu liste, yalnızca belirli meslek gruplarıyla sınırlandırılmamış,

⁴⁴⁹ Temizsoy, s.62

⁴⁵⁰ Sermaye Piyasası Kurulu. Haftalık Bülten (2010/34), 16–20 Ağustos 2010, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, https://spk.gov.tr/data/61e0b4431b41c613a0d633c9/2010_34.pdf

⁴⁵¹ İhtiyar (2006)

⁴⁵² Dirks davasında da benzer görüş dile getirilmiştir.

⁴⁵³ Davis, H. S. (Ed.). Insider Trading Law and Compliance Answer Book, Practising Law Institute, 2013, s. 15.

şirketin dışında bulunan ve profesyonel faaliyet yürüten herkesin bu gruba dahil edilebileceği kabul edilmiştir.⁴⁵⁴

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2010/34 sayılı Haftalık Bülteni'nde, mesleki faaliyetleri dolayısıyla içeriden öğrenen olarak kabul edilme durumuna ilişkin somut bir örneğe yer verilmiştir. Olayda, bir çimento şirketinin satın alınması sürecinde yetkilendirilmiş bir aracı kurumun yönetim kurulu üyesi ve ailesinin, söz konusu şirkete ait payları satın aldığı tespit edilmiştir. Yönetim kurulu üyesinin, mesleki faaliyetleri çerçevesinde içsel bilgiye erişim sağlaması nedeniyle, içeriden öğrenen olarak değerlendirilmesi mümkün görülmüştür. Bu bağlamda dikkat edilmesi gereken temel husus, şirket bünyesinde istihdam edilmeyen profesyonellerin, içsel bilgiye erişim sağlamaları halinde içeriden öğrenen olarak hukuki sorumluluk altına girebilecekleridir. Söz konusu kişilerin, bu bilgileri kendi menfaatleri veya üçüncü kişiler lehine kullanmaları, içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun oluşmasına neden olacaktır.⁴⁵⁵

4.1.3.3. Görev

Görev kısaca resmi iş, vazife olarak tanımlanabilir. Bu grupta yer alan kişiler, kamu hizmeti yürütmeleri dolayısıyla içsel bilgiye erişim sağlayan kimselerdir. Bu gruba, başta Sermaye Piyasası Kurulu, Merkez Bankası ve Borsa İstanbul olmak üzere düzenleyici ve denetleyici kamu kurumlarında görev yapan kişiler örnek olarak verilebilir. Bu kişiler, görevleri gereği birçok farklı ihraççının içsel bilgilerine erişim sağlayabilmektedir.⁴⁵⁶ Mesleki faaliyet nedeniyle içsel bilgiye sahip olan kişilerle benzerlik gösterse de kamu görevlileri kamu hukuku kapsamında hareket ettiklerinden dolayı ayrı ve özel bir statü altında değerlendirilmişlerdir. Kanun koyucu, olası hukuki belirsizlikleri önlemek amacıyla bu düzenlemeyi geniş yorumlamış ve kamu görevlilerinin de içeriden öğrenen olabileceğini açıkça ifade etmiştir. Bu gruptaki kişilerin, içsel bilgiye yalnızca görevlerine ilişkin faaliyetleri

⁴⁵⁴ Evik & Evik (2005) s.41

⁴⁵⁵ Yılmaz, E. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2008, s. 67.

⁴⁵⁶ Şenol, s.141

çerçevesinde eriştikleri ve ihraççılarla sürekli bir hukuki ilişki içinde bulunmadıkları dikkate alınmalıdır.

4.1.4. Bu Bilgileri Suç İşlemek Suretiyle Elde Eden Kişiler

Bu grup, öğretilerde bazı yazarlar tarafından dışarıdaki içerdekiler olarak adlandırılmıştır.⁴⁵⁷ Bu adlandırmanın sebebi, kişinin ihraççı şirketle doğrudan bir hukuki veya kurumsal bağı bulunmaksızın, hukuka aykırı yollarla içsel bilgiye erişim sağlamasıdır. Türkiye’de sermaye piyasalarının etkinliğini ve şeffaflığını artırmak amacıyla 2012 yılında 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kabulü ile birlikte, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu kapsamında önemli yapısal değişiklikler yapılmış ve içeriden öğrenen kişi grupları genişletilmiştir. 6362 sayılı Kanun’un 106. maddesi uyarınca, içsel bilgiye suç teşkil eden yollarla erişim sağlayan kişiler de içeriden öğrenen olarak kabul edilmekte ve bu bilgiye dayanarak işlem yapmaları halinde cezai sorumlulukları doğmaktadır. Bu düzenleme, içsel bilgiye sadece hukuken meşru görev veya mesleki bağlamlar dışında, hukuka aykırı yollarla ulaşan kişilerin tanımlaması netleştirilerek içeriden öğrenenler ticareti kapsamında sorumlu tutulmasına olanak sağlamaktadır.

Dijitalleşmenin hız kazandığı günümüzde, sermaye piyasalarında veri güvenliği ve suçun önlenmesi hayati bir önem taşımaktadır. Modern şirketlerin stratejik ve finansal verilerinin önemli bir bölümü dijital ortamlarda saklandığından, bu durum siber saldırılar ve veri ihlalleri açısından ciddi riskler oluşturmaktadır.⁴⁵⁸ Son yıllarda bilişim sistemlerine yönelik siber saldırıların artış göstermesi, ihraççıların içsel bilgilerinin kötü niyetli kişilerce ele geçirilme riskini önemli ölçüde artırmıştır.⁴⁵⁹ Gerek siber saldırılar gerekse geleneksel yollarla gerçekleştirilen veri ihlalleri sonucunda, ihraççılara ait içsel bilgilerin kötü niyetli kişiler tarafından ele geçirilmesi ve bu bilgilerin menfaat sağlamak amacıyla kullanılması mümkün hale gelmiştir.

⁴⁵⁷ Evik, s.182

⁴⁵⁸ Arslan, s.152

⁴⁵⁹ Literatürde siber güvenlik tehditleri sermaye piyasası açısından yeni bir risk olarak ele alınmaktadır; bu konuda henüz az sayıda akademik çalışma vardır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesinin (ç) bendi, doktrinde çeşitli eleştirilere konu olmuştur. Özellikle bazı yazarlar, “suç işlemek suretiyle elde edilen” ifadesi yerine, kapsamı daha geniş olan “hukuka aykırı yollarla elde edilen” ibaresinin kullanılmasını önermektedir.⁴⁶⁰ Zira her hukuka aykırı eylem ceza hukuku anlamında suç teşkil etmediğinden, bu tür fiillerle içsel bilgiye ulaşan kişiler mevcut tanım kapsamında içeriden öğrenen olarak değerlendirilemeyebilir. Bu nedenle, hukuka aykırı yollarla ifadesi hem suç teşkil eden hem de disiplin suçu, sözleşmeye aykırılık gibi yaptırım doğurmayan fiilleri de kapsayarak daha kapsayıcı bir çerçeve sunacaktır. Bu doğrultuda, şirketin dijital sistemlerine izinsiz erişimle elde edilen veriler veya yetkisiz kişilerden dolaylı biçimde öğrenilen içsel bilgiler gibi durumların da içeriden öğrenenlerin ticareti kapsamında değerlendirilmesi gerektiği savunulmaktadır.

Bu içeriden öğrenen grubu, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hazırlanırken esas alınan AB'nin piyasa suistimaline ilişkin düzenlemeleriyle uyumlu bir anlayışla tanımlanmıştır.⁴⁶¹ Nitekim AB'nin Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü madde 8'de, içsel bilgilere suç teşkil eden fiiller yoluyla ulaşan kişilerin bu bilgileri kullanarak işlem yapması açıkça yasaklanmış ve bu fiiller içeriden bilgiye dayalı işlemler kapsamında değerlendirilmiştir. İçsel bilgilere hukuka aykırı yollarla ulaşım yalnızca siber saldırılar veya veri hırsızlığı gibi doğrudan bilişim suçlarıyla sınırlı değildir; özel hayatın gizliliğini ihlal eden fiiller aracılığıyla da bu tür bilgilere erişim sağlanması mümkündür.⁴⁶² Dolayısıyla, bu şekilde hukuka aykırı yollarla elde edilen bilgilerin kullanılması hâlinde, ilgili kişiler Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesi uyarınca içeriden öğrenenlerin ticareti suçu kapsamında cezai sorumluluk altına girecektir.

Bu düzenleme kapsamında dikkat edilmesi gereken önemli bir diğer husus, failin suç işleme kastının bu kategori kapsamında içeriden öğrenen olarak kabul edilmesinde belirleyici bir unsur olup olmadığıdır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun lafzı dikkate alındığında, failin içsel bilgilere ulaşma amacının olup

⁴⁶⁰ Yıldız, Ş. İçsel Bilgilere Dayalı İşlemlerde Bilginin Elde Ediliş Şeklinin Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasaları Dergisi, C. 14, S. 1, 2019, s. 45-67.

⁴⁶¹ Çetin, s.671.

⁴⁶² Arslan, s.153.

olmaması hukuki değerlendirmede esas alınmamaktadır. Başka bir ifadeyle, failin suç işlerken içsel bilgilere ulaşma amacını taşıyıp taşımadığına bakılmaksızın, suç işlenmesi sonucunda içsel bilgilere erişilmesi, kişinin içeriden öğrenen olarak kabul edilmesi için yeterlidir.⁴⁶³ Dolayısıyla, bir suçun işlenmesi sırasında dolaylı şekilde elde edilen içsel bilgiler de failin içeriden öğrenenlerin ticareti suçu kapsamında sorumlu tutulmasına yol açabilir. Kişi ihraççı bünyesinde çalışıyor olsa dahi, içsel bilgiyi görevinden bağımsız biçimde, bir suç işlemek suretiyle ediniyorsa, bu durumda suç işleyerek içsel bilgi elde eden içeriden öğrenenler kategorisine dahil edilebilecektir.

Son olarak, kişinin bu kategoride içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilmesi için işlediği suç hakkında kesinleşmiş bir mahkûmiyet kararının gerekip gerekmediği doktrinde tartışmalıdır. Bir görüşe göre, hakkında kesinleşmiş bir mahkûmiyet kararı bulunmasa dahi, failin hukuka aykırı yollarla içsel bilgiye eriştiğinin belirlenmesi durumunda, içeriden öğrenen olarak kabul edilmesi mümkündür.⁴⁶⁴ Buna karşılık diğer bir yaklaşıma göre, Anayasa ile güvence altına alınan masumiyet karinesi dikkate alınmalıdır. Bu görüşe göre, kişinin suç işleyerek içsel bilgiye ulaşan içeriden öğrenen grubu içinde değerlendirilebilmesi için hakkında kesinleşmiş bir mahkeme kararının bulunması gerekir. Bu görüş, suç isnadının yalnızca şüphe veya iddia aşamasında kalmasının, kişinin içeriden öğrenen olarak kabul edilmesi için hukuki açıdan yeterli olmayacağını ileri sürmektedir.⁴⁶⁵ Önceki suç hakkında kesinleşmiş bir mahkûmiyet kararı bulunmaksızın failin içeriden öğrenenlerin ticareti suçunda bu kategori kapsamında sorumlu tutulması, masumiyet karinesini ihlal etme riski taşımaktadır. Bu nedenle, içeriden öğrenenlerin ticareti suçuna konu olan içsel bilginin hukuka aykırı yollarla elde edildiği iddia ediliyorsa, bu durum öncelikle bağımsız bir ceza davasında yargılamaya konu edilmelidir. Bu durumda, öncü suç hakkında kesinleşmiş bir mahkeme kararı bulunmuyorsa, içeriden öğrenenlerin ticareti suçuna ilişkin yargılamanın bekletici mesele olarak

⁴⁶³ Şenol, s.144.

⁴⁶⁴ Aksoy, s.153.

⁴⁶⁵ Duman s.396-397.

değerlendirilmesi gerekir.⁴⁶⁶ Sonuç olarak, öncü suç hakkında kesinleşmiş bir mahkûmiyet kararı bulunmadıkça, kişinin 106/d hükmüyle içeriden öğrenenlerin ticareti suçu kapsamında hukuki sorumluluğuna gidilmesi hukuken mümkün görülmemektedir.⁴⁶⁷ Bu noktada, hukuk yargılamasında zamanaşımı konusunda verilen kararlar hatırlanabilir. Nitekim Yargıtay içtihatlarında, uzamış zamanaşımının uygulanabilmesi için fail hakkında mutlaka ceza mahkemesinde mahkûmiyet kararı verilmiş olması aranmaz; hukuk hâkimi, önündeki davada haksız fiilin aynı zamanda suç teşkil edip etmediğini kendiliğinden değerlendirebilir.⁴⁶⁸ Benzer şekilde, içeriden öğrenen sıfatının belirlenmesinde de failin ceza mahkemesinde mahkûmiyet almış olması zorunlu bir ön koşul olarak görülmeyebilir. Burada esas olan, içsel bilginin hukuka aykırı yollarla elde edildiğinin objektif olarak tespit edilmesidir. Bu doğrultuda, içeriden öğrenen sıfatının kazanılması için mutlaka ceza mahkemesinden kesinleşmiş mahkûmiyet kararı aranması gerektiği görüşü, sermaye piyasalarının işleyişi ve yatırımcı güvenliği açısından aşırı dar yorumlanmış olacaktır. Dolayısıyla, ceza davası sonucunu beklemezsizin, kişinin içsel bilgiyi hukuka aykırı yollarla elde ettiğinin objektif olarak tespit edilmesi, içeriden öğrenen sıfatının tanınması bakımından yeterli kabul edilebilir.

4.1.5. Sahip Oldukları Bilginin Bu Fıkırdaki Belirtilen Nitelikte Bulduğunu Bilen veya İspat Etmesi Halinde Bilmesi Gereken Kişiler

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, içeriden öğrenenlerin tanımı açısından önemli bir değişiklik daha getirmiştir. Bu düzenleme ile yalnızca içsel bilgiye doğrudan sahip olan kişiler değil, aynı zamanda sahip oldukları bilginin içsel nitelikte olduğunu bilen veya makul bir şekilde bilmesi gereken kişiler de içeriden öğrenen olarak kabul edilmekte ve hukuki sorumluluk altına alınmaktadır. 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu'nda bu kapsama dair açık bir düzenleme yer almazken, 6362 sayılı Kanun ile birlikte içeriden öğrenen tanımında normatif bir genişleme sağlanmıştır. Bu kapsamda, bir kişinin doğrudan içsel bilgiye erişimi

⁴⁶⁶ Okuyucu Ergün, s.23

⁴⁶⁷ Okuyucu Ergün, s.23; Aksi görüş için Aksoy, s.169

⁴⁶⁸ Yargıtay Hukuk Genel Kurulu E. 2018/17-157 K. 2020/981 T. 1.12.2020

bulunmasa bile, söz konusu bilginin içsel nitelikte olduğunu makul bir özenle bilmesi gerektiği hallerde de kişi, içeriden öğrenen olarak değerlendirilecek ve içeriden öğrenenlerin ticareti suçu bakımından hukuki sorumluluğu gündeme gelebilecektir.⁴⁶⁹ AB mevzuatında da özellikle Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'nün 8. maddesi uyarınca, içeriden öğrenenlerin ticareti yasağının uygulanabilmesi için failin bilginin içsel nitelikte olduğunu bilmesi veya makul bir özen yükümlülüğü çerçevesinde bilmesi gerektiği kabul edilmektedir.

Bu düzenleme, içeriden öğrenenlerin tespiti açısından geleneksel statü temelli modelden uzaklaşarak, bilginin niteliğine ve failin bu bilgiyi bilme derecesine odaklanan bilgi merkezli bir yaklaşımın benimsenmesini sağlamıştır.⁴⁷⁰ Daha önceki düzenlemelerde içeriden öğrenenler; görev, meslek veya konularına bağlı olarak içsel bilgiye ulaşabilen kişiler olarak tanımlanırken, bu hüküm ile birlikte artık bilginin edinilme yöntemi ya da kişinin kurumsal pozisyonundan ziyade, bilginin içsel niteliği ve failin bu nitelikten haberdar olup olmadığı esas alınmaktadır. Bu çerçevede, tesadüfi şekilde duyulan konuşmalar, farkında olmadan elde edilen belgeler ya da sosyal etkileşimler yoluyla bilgi edinilmesi durumu da içeriden öğrenen olmak için yeterli kabul edilmektedir. Bu durumdaki kişilerin, söz konusu bilgiyi kullanarak sermaye piyasası işlemleri gerçekleştirmeleri ya da üçüncü kişilerle paylaşmaları, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu kapsamında değerlendirilmektedir.

Dönüşümün temelinde, sermaye piyasalarının küreselleşmesi ve piyasa aktörleri arasındaki ilişkilerin giderek daha karmaşık bir hâl alması yatmaktadır. Günümüzde piyasalar yalnızca yerel gelişmelerden değil, uluslararası bilgi akışı ve küresel piyasa dinamiklerinden doğrudan etkilenmekte olup, bu durum sermaye piyasalarında yeni bir düzenin oluşmasına yol açmıştır.⁴⁷¹ Sermaye piyasalarında taraf ve aktör sayısının artması, içeriden öğrenen kişilerin tespitini ve bu kişilere ilişkin sorumluluk süreçlerinin işletilmesini önemli ölçüde

⁴⁶⁹ Arslan, s.154.

⁴⁷⁰ Arslan, s.154.

⁴⁷¹ Sancak, E. – Gündoğdu, A. Türk Sermaye Piyasasında Yeni Piyasa Düzeni Rejimi ve Yeni Rejimin Başarı Koşulları [The New Market Integrity Regime in Turkey and Its Success Conditions], Banka ve Finans Hukuku Dergisi, C. 4, S. 16, 2015, s. 83.

zorlaştırmaktadır. Bu nedenle, Türk sermaye piyasası hukuku da Avrupa Birliği düzenlemelerine paralel biçimde statü temelli yaklaşımdan uzaklaşarak, bilginin niteliğine dayalı bir sistem benimsemiştir.⁴⁷² Buna göre, içsel bilginin elde edilmiş biçimine bakılmaksızın, söz konusu bilginin içsel nitelikte olduğunu bilen veya makul bir şekilde bilmesi gereken kişilerin içeriden öğrenen olarak değerlendirilmesi mümkündür.⁴⁷³

Bu düzenleme, içeriden öğrenenlerin belirlenmesinde geleneksel statü temelli yaklaşımın kapsamını genişleterek, önceki grupların uygulamadaki önemini görece olarak azaltmıştır.⁴⁷⁴ Zira, önceki gruplarda içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilmek için kişilerin belirli bir statü, görev veya mesleki konuma sahip olmaları gerekmektedir. Ancak yeni düzenleme kapsamında, belirli bir statüye sahip olmasa da içsel bilginin niteliğini bilen veya bilmesi gereken herkes, içeriden öğrenen olarak değerlendirilebilecek potansiyele sahiptir.⁴⁷⁵ Ancak şunu belirtmek gerekir ki, bağlılık yükümlülüğü de dikkate alınarak sayılan diğer gruplar doğrudan içeriden öğrenen kabul edilebilecekken bu grupta ispat şartı ortaya çıkmaktadır. Buna ek olarak, bu gruptaki kişilerin hukuki ve cezai yaptırımlar açısından daha önce tanımlanan içeriden öğrenen statüsündeki kişilerden herhangi bir farkı bulunmamaktadır. Öte yandan, küresel sermaye piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak, gelişmiş ülkelerde benzer nitelikte düzenlemelere sıklıkla rastlandığı da göz önünde bulundurulmalıdır. Nitekim Avrupa Birliği düzenlemeleri de benzer bir yaklaşımı benimseyerek, bilginin içeriğini esas alan sorumluluk sistemini uygulamaya koymuştur.

Bununla birlikte, 6362 sayılı Kanun'un 106. maddesinin (1) numaralı fıkrasının (e) bendinde yer alan bilmesi gereken kişiler ifadesi, içeriği ve sınırları açısından oldukça önemlidir. Söz konusu düzenleme uyarınca, bir kişinin bu kategori

⁴⁷² Hamide Tacir'e göre, Türk sermaye piyasası mevzuatı büyük ölçüde ABD kaynaklı düzenlemeler esas alınarak şekillendirilmiştir. Ancak özellikle 2000'li yıllardan itibaren Avrupa Birliği müktesebatına uyum süreci kapsamında AB düzenlemelerinin Türk hukuk sistemine aktarımı hız kazanmış ve bu çerçevede 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, AB'nin ilgili direktifleriyle büyük ölçüde paralel bir yapıya kavuşmuştur. Tacir, H. Sermaye Piyasasında İçeriden Öğrenenin Ticareti Suçu, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 12, S. 2, 2006, s. 87-115.

⁴⁷³ Şenol, s. 144.

⁴⁷⁴ Duman, s.398.

⁴⁷⁵ Tacir, s.90.

kapsamında içeriden öğrenen olarak kabul edilebilmesi için içsel bilgiye fiilen sahip olmasının yanı sıra, bu bilginin içsel niteliğini bilmesi ya da bilmesi beklenen bir konumda bulunması gerekmektedir. Bu düzenleme hem teorik düzlemde normatif belirlilik ilkesi hem de pratikte öngörülebilirlik açısından çeşitli hukuki tartışmalara yol açmakta ve özellikle uygulamada farklı yorumlara açık bir alan yaratmaktadır.⁴⁷⁶

Avrupa Birliği müktesebatında, 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü kapsamında, içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun oluşabilmesi için failin içsel bilgiye doğrudan sahip olup olmamasından ziyade, sahip olunan bilginin içsel niteliğini bilmiş olması gereken bir konumda bulunup bulunmadığı değerlendirilmektedir.⁴⁷⁷ Buna karşılık, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesinde yer alan ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken ibaresi, içeriden öğrenenlerin sorumluluğunu tespit ederken daha sınırlayıcı bir yaklaşımı benimsemektedir. Bu doğrultuda, kişinin hem içsel bilgiye erişiminin bulunduğu hem de bu bilginin içsel niteliğini kavrayabilecek durumda olduğunun somut olayın koşullarına göre ispat edilmesi gerekmektedir.⁴⁷⁸ Bu yaklaşım, kişinin hangi kategorik içeriden öğrenen olduğuna ve sorumluluğunun tespitinde genel bir objektif değerlendirme yerine, olayın özel şartlarına ve eldeki somut delillere dayalı bir analiz yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Bu yaklaşımın en önemli sonucu, kişinin içsel bilgiyi doğrudan ya da dolaylı olarak edinmiş olması durumunda dahi, sahip olduğu bilginin içsel nitelikte olduğunu makul bir dikkatle değerlendirme yükümlülüğünün bulunup bulunmadığının ayrıca incelenmesi gerekliliğidir.

İçeriden öğrenen tanımının ve sorumluluğunun belirlenmesinde özellikle Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinde sadakat yükümlülüğü kavramının esas alınması gerektiği görüşü ileri sürülmektedir. Ancak sermaye piyasalarının küreselleşmesiyle birlikte, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemeler giderek kişi temelli yaklaşımdan uzaklaşmakta ve bilgi temelli bir modele

⁴⁷⁶ Aksoy, s.158.

⁴⁷⁷ Schwark, E. – Zimmer, D. (Ed.). Kapitalmarktrechts-Kommentar (5. Aufl.), C.H. Beck, München 2020, s. 32.

⁴⁷⁸ Okuyucu Ergün, s.24.

yönelmektedir.⁴⁷⁹ Nitekim Avrupa Birliği ve Türk sermaye piyasası düzenlemelerinde olduğu gibi, modern hukuk sistemleri, içeriden öğrenenlerin yalnızca belirli bir statüye sahip kişilerle sınırlı tutulmaması gerektiğini; içsel bilgiye erişim sağlayan tüm kişilerin bu tanım kapsamına girebileceği ve dahası belirli şartların oluşması hâlinde sorumluluklarının doğabileceğini öngörmektedir.

4.2. İÇERİDEN ÖĞRENEN OLMANIN SONUÇLARI

Türk hukukunda içeriden öğrenen olmanın sonuçları bazı ikincil düzenlemelerle ele alınmıştır. Bunların bazıları ihraççıya dair yükümlülükleri içerirken bazıları ise doğrudan içeriden öğrenen kişiye sorumluluklar yüklemiştir.

4.2.1. İçeriden Öğrenenlerin Listesi

Şirketlerde belirli yönetici pozisyonlarında görev alan veya kritik roller üstlenen bazı çalışanlar, işlerinin gereği olarak şirketin stratejik, finansal ve operasyonel süreçlerine dair önemli ve gizli bilgilere düzenli şekilde erişim sağlayabilmektedir. Bu kişiler, daha önce bahsettiğimiz üzere, doğrudan içeriden öğrenen olarak değerlendirilirler. Bu kişiler, içsel bilgilere sürekli erişim sağlamaları nedeniyle “İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler (İBEOK)” olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nin 7. maddesi uyarınca, ihraççılar, İBEOK kapsamına giren kişilerin bilgilerini Merkezi Kayıt Kuruluşu⁴⁸⁰'na bildirmekle yükümlüdür. Ayrıca, bu listenin güncel tutulması da ihraççının yükümlülükleri arasında yer almaktadır. Bu doğrultuda, listede meydana gelen değişikliklerin en geç iki iş günü içerisinde MKK' ya bildirilmesi zorunludur. Bu düzenleme ile düzenleyici otorite, içsel bilgiye sürekli erişimi olan kişilerin yaptığı işlemlerin etkin biçimde izlenmesini hedeflemekte ve bu yolla potansiyel bilgi suistimalleri ile piyasa bozucu faaliyetlerin önlenmesini amaçlamaktadır. Böylece, risk temelli denetim yaklaşımı kapsamında bu kişilerin

⁴⁷⁹ Şenol, s.144.

⁴⁸⁰ Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK), 26 Eylül 2001 tarihinde kurulmuş olup Türkiye sermaye piyasalarında ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi ve bunlara ilişkin hakların elektronik ortamda izlenmesini sağlamak amacıyla faaliyet göstermektedir. MKK, sermaye piyasalarının güvenilirliğini ve etkinliğini artırmak adına merkezi saklama hizmetleri sunmaktadır.

sermaye piyasası işlemleri öncelikli olarak izlemeye alınabilir ve gerektiğinde kapsamlı denetime tabi tutulabilir.⁴⁸¹

Türkiye’de yürürlükte olan içeriden öğrenen kişilerin bildirimine ilişkin sistemin, Avrupa Birliği mevzuatında da karşılığı bulunmaktadır. Avrupa Birliği’nin 2014/596/EU sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü kapsamında, ihraççı şirketlerin içsel bilgiye erişimi olan kişileri belirleyerek bunlara ilişkin kayıtları güncel biçimde tutmaları yükümlülüğü getirilmiştir.⁴⁸² AB Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü uyarınca, ihraççılar bu listeyi güncel tutmak ve talep halinde ilgili mercilere sunmakla yükümlüdür.

4.2.2. Bildirim Zorunluluğu

II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği kapsamında idari sorumluluğu bulunan kişiler; yönetim kurulu üyeleri ile ihraççının ticari stratejilerinin belirlenmesinde ve yönetiminin yürütülmesinde doğrudan yetkili olan üst düzey yöneticileri kapsamaktadır. Bu kişilerin, şirketin içsel bilgilerine düzenli ve doğrudan erişimleri bulunması nedeniyle, gerçekleştirdikleri işlemler için hem kamuya açıklama yükümlülüğü bulunmakta hem de Merkezi Kayıt Kuruluşu bildirimleri yoluyla denetime tabi tutulmaktadır.

Özel Durumlar Tebliği’nin 11. maddesi⁴⁸³, içsel bilgilere düzenli şekilde erişim sağlayan yöneticilerin ve yetkililerin belli bir parasal sınırın üzerindeki işlemlerinin kamuya açıklanmasını zorunlu kılmaktadır.⁴⁸⁴ Bu hüküm kapsamında; yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurulu üyesi olmasalar dahi içsel bilgilere düzenli olarak erişen ve şirketin ticari kararları üzerinde etkili yetki sahibi yöneticiler ile bu

⁴⁸¹ Aksoy, s.101.

⁴⁸² Söz konusu düzenleme Avrupa Birliği mevzuatında da yer almakta olup, ihraççılar ile onlar adına veya hesabına hareket eden herkes açısından geçerlidir. AB hukukunda “insider list” olarak tanımlanan bu liste kapsamında, içsel bilgiye düzenli erişimi olan çalışanların yanı sıra, geçici olarak bu bilgilere erişebilecek danışman, muhasebeci, avukat gibi kişilerin de listeye dâhil edilmesi zorunlu tutulmuştur.

⁴⁸³ Özel Durumlar Tebliği (II-15.1) m.11/1’e “...bir takvim yılı içinde 250.000 TL tutarına ulaşmadıkça açıklama yapılmaz. Bu sınır aşıldığında ise, söz konusu kişilerce gerçekleştirilen tüm işlemler kamuya açıklanmak zorundadır...”

⁴⁸⁴ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 31 Aralık 2024 tarihli ve 2024/60 sayılı kararıyla, Özel Durumlar Tebliği (II-15.1) Madde 11’de belirtilen açıklama yükümlülüğü eşik tutarını 2025 yılı için 12.000.000 TL olarak belirlemiştir.

kişilerle yakın ilişkisi bulunan bireyler, belirli bir parasal sınır üzerindeki işlemlerini kamuya açıklamakla yükümlüdür.⁴⁸⁵

Aynı Tebliğ, yakın ilişkili kişiler kavramını m 4/g'de açık biçimde tanımlayarak bu kişilerin kimler olduğunu belirlemiştir. Buna göre, içsel bilgilere erişimi bulunan yöneticilerin eşleri, çocukları ve işlemin gerçekleştirildiği dönemde aynı hanede ikamet eden bireyler, ayrıca bu kişilerin sahip olduğu tüzel kişilikler ve ortaklıklar, doğrudan yakın ilişkili kişi olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, ihraççının yıllık finansal tablolarında aktif toplamının en az %10'una sahip bağlı ortaklıkların yöneticileri ile bu yöneticilerin eşleri, çocukları ve birlikte ikamet ettikleri bireyler de yakın ilişkili kişi kapsamında değerlendirilir. Bu kişilerin doğrudan veya dolaylı olarak kontrol ettikleri tüzel kişilikler de yakın ilişkili kişi tanımı kapsamındadır.

4.2.3. Şirkete Geri Ödeme

İçeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin önemli düzenlemelerden biri, bu statünün en klasik örneklerinden olan şirket yöneticilerine yöneliktir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 103. maddesi, ihraççı şirketlerin yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerinin, belirli süre içerisinde gerçekleştirdikleri sermaye piyasası işlemleri sonucunda elde ettikleri kazançların şirkete aktarılmasını zorunlu kılmaktadır. Bu kapsamda, Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ⁴⁸⁶ ile birlikte bu yükümlülüğün doğması için yöneticinin içsel bilgiye sahip olup olmaması aranmamıştır. Başka bir ifadeyle, yöneticinin elinde içsel bilgi bulunmasa dahi, belirli dönemlerde yaptığı işlemler sonucu elde ettiği kazanç, ihraççıya aktarılmak zorundadır.⁴⁸⁷ Buna göre Sermaye piyasası düzenlemeleri çerçevesinde, ihraççı şirketlerin yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticileri, herhangi bir 6 aylık dönem içinde gerçekleştirdikleri menkul kıymet alım-satım işlemlerinden elde ettikleri kazançları, 30 gün içerisinde

⁴⁸⁵ Sermaye Piyasası Kurulu. (2024). 2025 yılı özel durum açıklama yükümlülüğü eşik değeri hakkında ilke kararı (2024/60). <https://spk.gov.tr/data/6774184f8f95db0cb0251c8b/2024-60.pdf>

⁴⁸⁶ 12 Aralık 2013 tarihli ve 28848 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir

⁴⁸⁷ Kesici, s.12

ihraççıya ödemekle yükümlüdür.⁴⁸⁸ Çünkü görüldüğü üzere yükümlülük için içsel bilgi sahipliği aranmamaktadır.

Yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticiler, görevleri nedeniyle şirketin stratejik kararları ile mali verilerine doğrudan erişim sağlayabildiklerinden, içeriden öğrenen bilgilerin kötüye kullanımına ilişkin öncelikli denetim altındaki gruplar arasında yer almaktadır.⁴⁸⁹ Bu düzenleme ile yöneticilerin görevleri gereği erişim sağladıkları içsel bilgileri kullanarak bilgi asimetrisine dayalı avantaj elde etmelerini önlemek ve sermaye piyasalarında eşitlikçi bir işlem ortamı sağlamaktır.⁴⁹⁰

Ancak, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 103. maddesi ile Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ, yalnızca Kurulca belirlenen zaman dilimi⁴⁹¹ içindeki işlemler için yükümlülük öngörmekte; bu sürenin aşılması hâlinde herhangi bir sınırlama veya kazanç iadesi yükümlülüğü getirilmemektedir. Dolayısıyla, yöneticiler ve yönetim kurulu üyeleri, düzenlemenin kapsamı dışında kalan uzun vadeli işlemleri tercih ederek menkul kıymet alım-satım faaliyetlerinde bulunabilmektedir. Söz konusu düzenlemeler, içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlayıcı bir çerçeve oluştursa da bu çerçevenin işlevsel hale gelebilmesi için gözetim ve denetim mekanizmalarının güçlü ve sürekli işler durumda olması gerekmektedir. Özellikle yöneticilerin, doğrudan kendi adlarına değil, yakın çevreleri ya da temsil ettikleri hesaplar üzerinden işlem yapmaları, düzenlemenin etkinliğini azaltabilecek ve uygulamada ciddi denetim boşluklarına yol açabilecek bir zafiyet oluşturmaktadır.⁴⁹² Bu nedenle, içeriden öğrenenlere ilişkin düzenlemelerin etkili şekilde uygulanabilmesi için, yalnızca yöneticilerin değil, aynı zamanda SPK mevzuatında yakın ilişkili kişiler olarak tanımlanan eş, çocuk, aynı hanede yaşayan bireyler ile bu kişilere ait tüzel

⁴⁸⁸ Sermaye Piyasası Kurulu. (2013, 12 Aralık). Yöneticilerin net alım satım kazançlarını ihraççılara ödemeleri hakkında tebliğ ile ilgili basın duyurusu. <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2013/yoneticilerin-net-alim-satim-kazanclarini-ihraccilara-odemeleri-hakkinda-teblig-ile-ilgili-basin-duyurusu>

⁴⁸⁹ Aksoy, s.101.

⁴⁹⁰ Duman, s. 391-392.

⁴⁹¹ SPK, VI-103.1 sayılı "Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ" ile zaman dilimini "altı ay veya daha kısa vadeli alım-satım" olarak tanımlıyor ve net kazanç hesabını herhangi bir altı aylık dönem üzerinden yapmaktadır.

⁴⁹² Duman, s.397; Arslan (2021) s.76.

kişilikler üzerinden yapılan işlemlerin de titizlikle denetlenmesi büyük önem taşımaktadır.

ABD federal hukukunda yer alan SEA 1934'ün 16(b) maddesi, kısa vadeli kâr elde etmeye yönelik işlemleri sınırlamaya yönelik özel bir düzenleme içermektedir. Short-Swing Profit Rule olarak bilinen bu maddeye göre, ihraççı şirketin yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri ve oy hakkı veya sermayenin %10'undan fazlasına sahip olan pay sahipleri, altı ay içinde gerçekleştirdikleri menkul kıymet alım-satımlarından elde ettikleri kazancı şirkete iade etmekle yükümlüdür. Bu düzenleme, kusura dayalı olmaksızın uygulanan bir sorumluluk tesis etmektedir.⁴⁹³⁴⁹⁴ 16(b) düzenlemesi kapsamında, sorumluluk kusura dayanmamakta olup, yalnızca işlemde kaynaklanan kısa vadeli kazancın varlığı yeterli görülmektedir.⁴⁹⁵ Bu düzenleme, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 103. maddesi ve ilgili tebliğ uyarınca, ihraççı şirket yöneticilerinin altı aylık dönem içinde gerçekleştirdikleri işlemlerden doğan kârların şirkete aktarılmasını zorunlu kılan Türk mevzuatıyla büyük ölçüde örtüşmektedir.

4.2.4. Finansal Tablolar Dönemi

Şirket yöneticilerinin doğal içeriden öğrenen olarak kabul edilmesi sonucu piyasa hareketlerini engellemek için kurgulanan bir diğer kural finansal tablolar dönemindeki işlemlerin sınırlandırılmasıdır. Özellikle SPK'nın Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği (VI-104.1)⁴⁹⁶ finansal tablo dönemi işlem yasağını açıkça düzenler. Tebliğin 4/3. maddesine göre, ihraççının düzenlediği finansal tabloların hazırlandığı ve bağımsız denetim raporlarının oluşturulduğu dönem sonunu izleyen günden bu tablo ve raporların mevzuata uygun açıklanmasına kadar geçecek süre boyunca, içsel bilgiye sahip olanlar ile eş, çocuk ve birlikte yaşadığı kişilerin ilgili sermaye piyasası araçlarında işlem yapması piyasa bozucu eylem

⁴⁹³ Engle, s.480.

⁴⁹⁴ Securities Exchange Act of 1934 düzenlemesine göre Section 16(b) kapsamındaki işlemler satış tarihinden itibaren iki yıllık zamanaşımına tabidir. Bu süre zarfında, kazanç iadesine ilişkin dava açılabilir.

⁴⁹⁵ Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp., 411 U.S. 582 (1973), <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/411/582/>

⁴⁹⁶ Resmî Gazete. 21 Ocak 2014, Sayı 28913, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140121-17.htm> (Erişim Tarihi:28.08.2025)

sayılır. Buna göre ihraççılar tarafından düzenlenen finansal tablolar, bağımsız denetim raporları ve benzeri belgeler, hesap döneminin sona ermesinden kamuya açıklanma tarihine kadar geçen sürede içsel bilgi niteliğini korur. Bu dönemde, içsel bilgiye erişimi bulunan kişiler ile bunların eşleri, çocukları ve aynı hanede yaşayan yakınlarının sermaye piyasası araçları üzerinde işlem yapmaları yasaklanmıştır. Ayrıca SPK Kurul'unun 28.05.2014 tarihli ve 16/514 sayılı İlke Kararı'nda⁴⁹⁷ "hesap dönemi" terimi 6 ve 12 aylık dönemler olarak kabul edilmiş ve bu kapsamda örnek hesaplamalar verilmiştir

Bu süreçte gerçekleştirilen işlemler, içsel bilgilerin kötüye kullanıldığı izlenimini doğurabileceğinden yaptırımlara konu olabilir. Ancak, bu tür işlemlerin 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesi kapsamında bilgi suistimali suçunu teşkil edebilmesi için, failin bu bilgiyi menfaat sağlamak amacıyla kullandığının açık biçimde ortaya konması gerekmektedir.

4.2.5. Yatırım Kuruluşlarının ve Aracı Kurumların Durumu

Sermaye piyasalarında, yatırımcıların ihraççılara fon aktarım sürecinde yetkili aracı kurumlar ve yatırım danışmanları, işlemlerin yürütülmesinde kritik rol üstlenmektedir. Bu kuruluşlar, yatırım hizmeti ve faaliyetlerinde bulunarak sermaye piyasalarında fiyat oluşumuna katkı sunmaktadır. Ancak, bu süreci yöneten sermaye piyasası profesyonellerinin içsel bilgiye doğrudan veya dolaylı şekilde erişim ihtimalinin yüksek olması, onları içeriden öğrenen olarak değerlendirilmesine sebep olmaktadır. Bu anlamda içeriden öğrenenlerin ticareti suçu bakımından yüksek denetime ve sorumluluğa tabi özel kişiler haline getirmektedir.

Aracı kurumlar ve yatırım danışmanları, yatırımcılara sundukları hizmetler çerçevesinde şirketler hakkında içsel bilgilere erişmekte oldukça avantajlı bir konumda kalmaktadırlar. Gerçekten de Sermaye Piyasası Kanunu, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve başta Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet

⁴⁹⁷ Sermaye Piyasası Kurulu. Haftalık Bülten (2014/15), <https://spk.gov.tr/data/61e0b4ac1b41c613a0d633d4/2014-15.pdf> (Erişim Tarihi:28.08.2025)

Esasları Hakkında Tebliğ⁴⁹⁸ olmak üzere düzenlemeler, aracı kurumlar ve yatırım danışmanlarının sadakat, özen ve dürüstlük ilkeleri çerçevesinde hareket etmelerini zorunlu kılmıştır.⁴⁹⁹

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği düzenlemeleri ve özellikle Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ⁵⁰⁰ (III-37.1), aracı kurumlar ile yatırım danışmanlarının sadakat, özen ve dürüstlük ilkeleri çerçevesinde hareket etmelerini zorunlu kılmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 75. maddesi uyarınca, yatırım kuruluşlarının ve portföy yönetim şirketlerinin, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetleri sunarken, dürüstlük, adillik ve profesyonellik ilkelerine uygun hareket etmeleri, müşteri çıkarlarını ön planda tutmaları ve sermaye piyasalarının bütünlüğünü gözetmeleri yasal bir yükümlülük olarak düzenlenmiştir. Bu çerçevede yatırım kuruluşları, müşterilere karşı sadece sözleşmesel bir sorumluluk değil, aynı zamanda hukuki ve etik bir sadakat borcu da taşımaktadır. Bu ilkelere paralel olarak, III-37.1 sayılı Tebliğ'in 32. maddesi de yatırım kuruluşlarının müşterilerle ilişkilerinde adil davranmalarını, çıkar çatışmasından kaçınmalarını, müşteriye sunulan hizmetlerde yeterli açıklığı sağlamalarını ve profesyonel özen göstermelerini zorunlu kılar. Ayrıca, yatırım danışmanlığı hizmeti sunan kişilerin, müşterilerin finansal durumu, risk tercihleri ve yatırım amaçlarını dikkate alarak tavsiyede bulunmaları; genel nitelikteki bilgi ile özel nitelikteki yatırım tavsiyesini ayırt etmeleri de aynı mevzuat kapsamında detaylı biçimde düzenlenmiştir. Tüm bu hükümler, sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kurum ve danışmanların yalnızca teknik değil, aynı zamanda etik ve kamu güvenine dayalı sorumluluklar taşıdığını açıkça ortaya koymaktadır.

⁴⁹⁸ Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1), Sermaye Piyasası Kurulu, Kabul Tarihi: 11.07.2013, Resmî Gazete Tarihi: 11.07.2013, Sayı: 28703.

⁴⁹⁹ MADDE 19 – (1) İşlem aracılığı faaliyetinin yürütülmesi sırasında yatırım kuruluşlarının aşağıdaki esaslara uymaları zorunludur: a) Yatırım kuruluşları müşteri emirlerini, emir gerçekleştirme politikası, çerçeve sözleşmede belirtilen esaslar, müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü, özen ve sadakat borcu çerçevesinde kabul ederek yerine getirir.

⁵⁰⁰ Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1), Sermaye Piyasası Kurulu, Kabul Tarihi: 11.07.2013, Resmî Gazete Tarihi: 11.07.2013, Sayı: 28704.

Bununla birlikte sahip oldukları yükümlülüklerin ihlali halinde içeriden öğrenenlerin ticareti kapsamında idari, hukuki ve cezai sorumluluklara yol açabilmektedir. Bu nedenle, içsel bilgiye erişimi bulunan aracı kuruluşlar ve yatırım danışmanlarının, sermaye piyasası mevzuatına uygun biçimde hareket etmeleri ve edindikleri içsel bilgileri çıkar sağlamak amacıyla kullanmamaları gerekmektedir.

4.2.6. Bağımsız Denetim Süreçlerinde Durum

Şirketlerin finansal şeffaflığını sağlamak amacıyla yürütülen bağımsız denetim süreçlerinde, denetim faaliyetleri sırasında edinilen içsel bilgiler bağımsız denetçiler içeriden öğrenen olarak konumlanmaktadır. Bağımsız denetçiler, görevleri gereği şirketin mali durumu ve performansına ilişkin detaylı verilere erişmekte ve bu süreçte şirket pay sahipleri ve yöneticileriyle mesleki etkileşim içinde bilgi alışverişinde bulunmaktadırlar.⁵⁰¹ Bu süreç, denetim faaliyetlerinde yer alan kişilerin henüz kamuya açıklanmamış içsel bilgilere erişimini mümkün kılmakta ve bu bilgilerin bireysel menfaat amacıyla kullanılma riskini artırmaktadır.

Bağımsız denetçiler, görevleri sırasında edindikleri içsel bilgileri yalnızca denetim faaliyeti kapsamında değerlendirmeli; bu bilgileri bireysel çıkar sağlamak amacıyla kullanmaktan kaçınmalıdırlar. Şirket yöneticileri ve pay sahipleri, denetim süreci kapsamında edindikleri içsel bilgileri kullanarak sermaye piyasalarında işlem yapmamalı; bu bilgilerin işlem yasağı kapsamında değerlendirilmesi gerektiğini dikkate almalıdırlar. Denetim faaliyetlerine dolaylı şekilde dahil olan üçüncü kişiler (mali danışmanlar, hukuk müşavirleri vb.) de içsel bilgilerin gizliliğini korumakla yükümlü olup, öğrendikleri bilgiler kapsamında içeriden öğrenen sıfatını kazanmaktadırlar. Bu nedenle, sermaye piyasası aktörlerinin, denetim süreçlerinde içeriden öğrenenlerin ticareti yasağının ihlal

⁵⁰¹ Arif, S. – Kepler, J. – Schroeder, J. – Taylor, D. Audit Process, Private Information, and Insider Trading, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2018, <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/11/15/audit-process-private-information-and-insider-trading/>, s. 2.

edilmemesi adına mevzuata tam uyum sağlayacak şekilde hareket etmeleri zorunludur.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği'nin 12. maddesi uyarınca, bağımsız denetim raporları şirkete tebliğ edildiği tarihte yönetim kurulu kararı alınmalı ve en geç izleyen iş günü kamuya açıklanmalıdır. Ancak, bu süreçte edinilen içsel bilgilerin sermaye piyasası işlemlerinde kullanılması, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesi uyarınca içeriden öğrenenlerin ticareti suçu kapsamında değerlendirilir.

SONUÇ

Sermaye piyasalarının günümüzdeki önemini sağlıklı biçimde kavrayabilmek için, öncelikle devletlerin ekonomik bağımsızlığının çağdaş dünyadaki belirleyici rolünü teslim etmek gerekir. Devletlerin varlık mücadelesinde farklı öncüller bulunsa da bu öncüllerin neredeyse tümünün altyapısını oluşturan ekonomik bağımsızlık; hem hak ve özgürlüklerin refah düzeyiyle güvence altına alınması hem de devlet kapasitesinin güçlendirilmesi bakımından kritik önemdedir. Bu nedenle, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler, mevcut ekonomik hacimlerini büyütmek amacıyla değişen koşullara uygun yeni yöntemler ve kurumsal yaklaşımlar geliştirmektedir. Zenginliğin geçmişte toprak merkezli telakki edildiği dönemlerden merkantilizm ile birlikte ekonomik varlıklara yönelen ölçütlere; sanayi devrimi sonrasında teknolojik ilerlemenin hız kazandırdığı üretim yapısına geçilmiştir. Üretimdeki olağanüstü artış, şirketleri büyütmüş; devletlerin, modern ekonomik düzende bu şirketleri çeşitli araçlarla desteklemesinin önünü açmıştır.

Bu destekler, kimi çevrelerde gelir dağılımı adaletsizliğini artırdığı gerekçesiyle eleştirilse de toplumsal zenginleşmenin ve refah artışının başlıca yollarından birinin yatırım ve sermaye oluşumu olduğu da tartışmasızdır. Şirketlerin yatırımlar için ihtiyaç duydukları fonlara erişimini sağlayan başlıca kurumlardan biri, bu tezin eksenini oluşturan sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasaları; tasarruf sahiplerinin, varlıklarını koruma ya da artırma amacına yönelik fonlarını, bu fonlara gereksinim duyan işletmelere etkin biçimde yönlendiren bir değişim ve eşleştirme mekanizmasıdır. Çok sayıdaki küçük tasarrufu tek bir havuzda toplayarak sürdürülebilir kalkınma için gerekli finansmanı sağlar. Tasarrufların, yatırımcısı tarafından az bilinen piyasalara yöneltilmesi tereddüt doğurabilir. Bu tereddüdü gidermenin yolu, iyi düzenlenmiş ve kamusal gözetim altında işleyen şeffaf piyasalardır. Bu koşullar sağlandığında; tasarruf sahipleri tasarruflarını artırarak, fon talep eden şirketler sermaye maliyetini düşürerek ve ülkeler de teşvik dışı, piyasa temelli bir yöntemle ekonomilerini finanse ederek yarar sağlar. Böylelikle sermaye piyasalarının temel işlevi olan ekonomik finansmanın

derinleşmesi mümkün olur; refahın tabana yayılması ve âtil fonların ekonomiye kazandırılması kolaylaşır. Bu çerçevede en önemli unsur, şeffaflık ve güven ilkelerinin tesisi ve sürdürülmesidir. Bunun hukuki dayanağı, kamuya aydınlatma ilkesi/yükümlülüğüdür. İlke gereğince, sermaye piyasalarında değer üzerinde etkisi olabilecek tüm bilgilerin doğru, eksiksiz ve zamanında kamuya duyurulması esastır. Böylelikle yatırımcı, yaptığı işlemin tüm aşamalarına ve bilgi akışına erişebilir. Kamuya aydınlatma ilkesi yalnızca ülkemizde değil, dünya genelinde de sağlıklı piyasa işleyişinin kurucu unsurudur. Konumuz olan içeriden öğrenenlerin ticareti bakımından da bu ilkenin özel bir ağırlığı bulunmaktadır.

Ülkelerin içeriden öğrenenlerin ticaretini düzenleme ihtiyacının başlıca sebepleri üç başlıkta toplanabilir: (i) Piyasalarda güven tesis edildiğinde, piyasa eşitlikçiliği (market egalitarianism) yaklaşımı uyarınca yatırımcılar eşit şartlarda işlem yapar; haksız avantaj ihtimali bertaraf edilir. (ii) Fiyat, arz ve talebe göre oluşan etikettir; değer ise beklenen faydanın bugünkü karşılığıdır. Likidite darlığı ve düzensiz bilgi akışı gibi nedenlerle fiyat ile değer ayrışabilir. Etkin piyasanın özelliği, fiyat–değer yakınsamasını sağlamaktır. Zayıf formda etkinliğin dahi sağlanamadığı ortamlarda düzenli finansman güçleşir; fiyatın davranışı irrasyonel dalgalanmalara açık hale gelir ve tasarruf sahiplerinin zarar riski yükselir. (iii) Yönetim organlarının çıkar çatışması içinde şirket menfaatlerini ikinci plana itmesi, doğrudan şirket zararına ve dolayısıyla yatırımcı güveninin zedelenmesine yol açabilir.

Bu gerekçelerle devletler, fırsat eşitliği ve piyasa bütünlüğünü korumak üzere çeşitli düzenlemeler getirmiştir. Bunlardan biri de içeriden öğrenenlerin ticareti suçudur. Sermaye piyasalarında fiyat oluşumunun temelinde bilgi akışı bulunduğundan, henüz kamuya açıklanmamış ve yatırım kararını etkileyebilecek bilgilere önceden sahip olan kişilerin bu bilgiyi kendileri veya üçüncü kişiler lehine kullanmalarını yasaklamak zorunlu hale gelmiştir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesi uyarınca, yatırım kararını etkileyen ve henüz kamuya açıklanmamış bilgilere doğrudan veya dolaylı olarak sahip olan kişilerin, bu bilgiyi menfaat sağlamak amacıyla kullanmaları yasaktır. Böylece bilgiye asimetrik erişimden doğan haksız menfaatlerin önüne geçilmesi amaçlanmıştır. Suç,

gelişmiş ve geliştirmekte olan birçok ülkede benzer biçimde düzenlenmiştir. Özellikle bilgi teknolojilerindeki ilerleme, içeriden öğrenenlerin ticaretini ulusal sınırları aşan, sistemik bir meseleye dönüştürmüştür; yaptırım ve denetim mekanizmaları giderek güçlendirilmiştir. ABD’de ilk kapsamlı düzenlemeler 1934 yılına uzanır; müteakip kriz dönemlerinde mevzuat sürekli güncellenmiş ve bugün de küresel ölçekte mücadele devam etmektedir.

Türkiye, özellikle 1980’lerden itibaren benimsenen liberal ekonomik politikalar paralelinde sermaye piyasalarını düzenlemeye hız vermiştir. 2499 sayılı mülga Kanun’da 2008 değişikliği ile içeriden öğrenenlerin ticareti açıkça tanımlanmıştır. Bu adım, hem yabancı yatırımcı güvenini artırma hedefi hem de 2008 küresel finans krizinin etkilerini sınırlama amacına uygun bir yönelim olarak değerlendirilmiştir. Günümüzde 6362 sayılı Kanun çerçeve kanun niteliği taşımakta; ikincil düzenlemelerle birlikte, içeriden öğrenenlerin ticaretine hapis cezası ve adlî para cezası öngörülmektedir. Adlî para cezasının elde edilen menfaatin en az iki katından az olamayacağı kabul edilmektedir. Son dönemde enflasyon ve uzun yargılama süreleri nedeniyle caydırıcılık tartışmaları bulunsa da yaptırım mimarisi genel olarak AB standartlarıyla uyumludur.

İçeriden öğrenen kavramı, en yalın hâliyle, henüz kamuya açıklanmamış ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgilere erişen, bu bilgiyi bilen veya bilmesi gereken kişiyi ifade eder. Söz konusu bilgiye meslek, görev veya sosyal ilişkiler gibi sebeplerle erişim sağlanabilir. Bu bilginin kişisel menfaat amacıyla kullanılması hâlinde ise içeriden öğrenenlerin ticareti suçu oluşur. Kavram, 1934’te ilk kez sistematik biçimde ele alınmasından bu yana sürekli evrilmiş; başlangıçta kişinin statüsünü esas alan kişi-temelli yaklaşım, sermaye piyasalarının küreselleşmesiyle yerini bilgi-temelli yaklaşıma bırakmıştır. Günümüzde belirli bir unvan veya statü aranmadığı gibi, bilginin fiilen bilinmesi ya da makul surette bilinmesinin beklenmesi dahi kişinin içeriden öğrenen sayılmasına yeter görülmektedir. Böylece hukuki sorumluluk, artık kişinin hiyerarşik konumundan ziyade bilginin niteliği, erişim biçimi ve kullanım amacına odaklanacak şekilde genişlemiştir. Bu dönüşüm, piyasa bütünlüğünün korunması, yatırımcı güveninin desteklenmesi ve eşit erişim ilkesinin

somutlaştırılması bakımından zorunlu ve yerindedir. Sonuç olarak, içeriden öğrenen kavramının tarihsel gelişimi ve güncel çerçevesi, suçun oluşumunda belirleyici ölçütün kim olduğundan çok hangi bilginin, nasıl ve ne amaçla kullanıldığı olduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

Kavramın unsurları iki başlıkta toplanabilir: içsel bilgi ve bilgi sahibi kişidir. İçeriden öğrenenin unsurlarından ilki içsel bilginin varlığıdır. Özel Durumlar Tebliği uyarınca içsel bilgi, sermaye piyasası araçlarının fiyatını ve/veya makul bir yatırımcının kararını etkileyebilecek nitelikte olan ve henüz kamuya açıklanmamış bulunan bilgiyi ifade eder. Bu bağlamda içsel bilginin belirlenmesinde aranan başlıca ölçütler, paragraf bütünlüğü içinde şu şekilde somutlaşır: Öncelikle belirlilik şartı gereği bilginin spekülatif olmaması, somut dayanağa sahip bulunması ve değerlendirmeye elverişli bir içerik sunması gerekir; mutlak kesinlik aranmasa da bilgi, olgusal temeli itibarıyla yeterli spesifikliğe ulaşmış olmalıdır. İkinci olarak bilginin kamuya açıklanmamış olması zorunludur; doktrindeki tartışmalar karşısında bu çalışmada, kanun, tebliğ ve rehberlerle uyumlu biçimde, içsel niteliğin usulüne uygun kamuya açıklama ile son bulacağı kabul edilmektedir. Üçüncü olarak bilginin konu bakımından ihraççıya veya doğrudan sermaye piyasası aracına ilişkin bulunması gerekir; ancak bu çerçeve yalnızca ihraççıya özgülenmiş değildir, zira faiz oranı kararları ve kamu teşvik programları gibi piyasayı bütünsel olarak etkileyebilecek makroekonomik gelişmeler de fiyatlama ve karar alma süreçleriyle kurdukları maddi bağ nedeniyle içsel bilgi niteliği kazanabilir. Nihayet, bilginin yatırımcı kararını etkileme ve fiyat üzerinde etkili olma kabiliyeti taşıması aranır; bu ölçüt somut olayın özellikleri gözetilerek değerlendirilmelidir. Piyasa koşulları nedeniyle beklenen etkinin fiilen gerçekleşmemesi, bilginin içsel niteliğini ortadan kaldırmaz. Bu bütüncül çerçeve, piyasa bütünlüğünün korunması ve yatırımcıların eşitliği ilkelerinin somutlaştırılması bakımından içsel bilginin belirlenmesine yön veren temel esasları ortaya koyar.

İçeriden öğrenen kavramının ikinci unsuru “bilgi sahibi kişi”dir. Buna göre, içsel bilgiye sahip olan tüm kişiler içeriden öğrenen olarak kabul edilebilir. Doktrinde bu kişiler, birincil ve ikincil içeriden öğrenenler şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Birincil

içeriden öğrenenler; görevleri, yetkileri veya sözleşmesel/emanet ilişkileri gereği içsel bilgiye doğrudan erişimi bulunan kimselerdir. Çalışanlar, yöneticiler ve pay sahipleri bu gruba örnek gösterilebilir. İkincil içeriden öğrenenler ise içsel bilgiye buldukları pozisyon dolayısıyla doğrudan değil, birincil içeriden öğrenenlerden veya onların yarattığı bilgi akışından dolayı biçimde ulaşan kişilerdir. Bu ikili ayırım, bilgi-temelli yaklaşımın benimsenmesiyle birlikte, “kim olursa olsun bilgiyi bilen ya da makul surette bilmesi beklenen herkes içeriden öğrenen sayılabilir” anlayışının doğal sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte söz konusu ayırım, kişinin hukuki sorumluluğunun kapsamı veya yargılama koşulları bakımından başlı başına belirleyici değildir. Nitekim ABD hukukundaki “içsel bilgiyi veren – içsel bilgiyi alan” ayrımı da bu çerçeveyi yansıtır: içsel bilgiyi veren, birincil içeriden öğrenene paralel biçimde, içsel bilgiyi şirketle kurduğu iş, güven veya emanet ilişkisi nedeniyle edinen ve başkalarıyla paylaşan kişiyi; içsel bilgiyi alan ise bilgiye doğrudan erişmeyip içsel bilgiyi veren aracılığıyla edinen kişiyi ifade eder. Sonuç olarak, ayırımın işlevi, sorumluluğu statüye bağlamaktan ziyade içsel bilginin kaynağını, dolaşımını ve kullanım amacını aydınlatmak suretiyle maddi gerçeğe ulaşmayı kolaylaştırmaktır.

Türk hukukunda içeriden öğrenen kavramı, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106. maddesinde hem kişi-temelli hem de bilgi-temelli yaklaşımla birlikte ele alınmıştır. Maddede yer alan ilk dört bent, kişi-temelli anlayış doğrultusunda içeriden öğrenenleri kategorize ederken; son bentte “sahip oldukları bilginin bu fıkrada belirtilen nitelikte bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişilere” yer verilmesi, bilgi-temelli yaklaşımın açık bir yansımasıdır. Kanuna göre içeriden öğrenenler beş grupta incelenir: (i) ihraççıların ve bunların bağlı ya da hâkim ortaklıklarının yönetim kurulu üyeleri, genel müdürleri ve üst düzey yöneticileri; (ii) ihraççılarda veya bunların bağlı ya da hâkim ortaklıklarında pay sahibi olmaları sebebiyle bilgiye erişebilenler; (iii) iş, meslek veya hizmet ilişkisi nedeniyle avantajlı konumda bulunup bilgiye ulaşanlar ile resmî görevleri gereği bu bilgilere erişenler; (iv) söz konusu bilgilere suç işlemek suretiyle ulaşanlar; (v) bilgiyi bilen veya makul surette bilmesi gereken diğer kişiler. Pay sahipleri bakımından doktrindeki baskın görüş, her pay sahibinin kendiliğinden içeriden öğrenen sayılamayacağı, bu sıfatın ancak içsel bilgiye

fiilen erişim, yönetim gücü ya da belirleyici etki gibi ölçütlerle somut olayda ortaya konulabileceği yönündedir; kanun belirli bir pay oranı öngörmemiş, “etki ve erişim” esaslı bir değerlendirmeyi gerektirmiştir. Dördüncü kategori bakımından, “suç işlemek suretiyle” ibaresi yerine “hukuka aykırı olarak” ifadesinin kapsamı daha sağlıklı yansıttığı; ayrıca bir kimsenin bu kategoriye dâhil sayılabilmesi için kesinleşmiş mahkeme kararı aranmasının, piyasa güvenliği ve etkin denetim ilkeleriyle bağdaşmadığı yönünde güçlü gerekçeler bulunmaktadır. Son bentle getirilen bilgi-temelli geniş kapsam, ilke olarak herkesin içeriden öğrenen olabilmesine kapı arasa da bu, önceki kategorileri hükümsüz kılmaz; zira anılan kategoriler, sorumluluğun ağırlaştırılması sonucunu doğurmaktan ziyade içsel bilginin kaynağının ve bilgi akışının tespitine hizmet eder. Bu bütünlük içinde Kanun, statüye bağlı dar bir çerçeveden ziyade bilginin niteliği ile erişim ve kullanım biçimine odaklanarak piyasa bütünlüğünü ve yatırımcıların eşitliğini teminat altına almaktadır.

Türk hukukunda içeriden öğrenen sayılmanın birtakım sonuçları bulunmaktadır. İlk olarak ihraççılar, içsel bilgiye sürekli erişimi bulunan kişileri “içsel bilgiye erişimi olan kişiler listesi” ile Merkezi Kayıt Kuruluşu’na bildirir; böylece MKK nezdinde bu kişilerin gözetimi ve izlenmesi sağlanarak suça en yatkın gruplar üzerinde etkin kontrol kurulması amaçlanır. İkinci olarak Özel Durumlar Tebliği uyarınca, içsel bilgiye düzenli erişimi bulunan yönetici ve yetkililerin belirli parasal eşikleri aşan işlemlerinin kamuya açıklanması zorunludur; bu yükümlülük şeffaflığı artırır ve caydırıcılık işlevi görür. Üçüncü sonuç, klasik örneklerden biri olan kısa vadeli kazançların iadesi mekanizmasıdır: Şirket yöneticilerinin altı aylık bir dönem içinde yaptıkları sermaye piyasası işlemlerinden doğan kazançların şirkete aktarılması öngörülür; daha uzun vadeye yayılan kazançlı işlemler bu kapsama girmez. Son olarak, SPK’nın piyasa bozucu eylemlere ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde finansal tablo dönemlerinde içsel bilgiye sahip kişilerin—eşleri, çocukları ve birlikte yaşadıkları kimseler dâhil—sermaye piyasası araçlarında işlem yapmaları yasaktır.

Karşılaştırmalı hukuk incelemesi, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yaklaşım farklarını belirginleştirmektedir: ABD hukukunda düzenleme ve uygulama uzun

süre güven ve sadakat yükümlülüğüne dayalı kuramlar klasik ve misappropriation teorileri üzerinden gelişmiş; Yüksek Mahkeme ve alt derece yargı içtihatlarıyla içsel bilgiyi veren – içsel bilgiyi alan sorumluluğu ile dolaylı edinim halleri ayrıntılı biçimde somutlaştırılmıştır. Finansal kriz dönemleriyle birlikte mevzuat ve politikalar sıkılaştırılmıştır. Son olarak ABD’de 2012 tarihli Senato düzenlemeleriyle kamu görevlilerinin de halka karşı güven ve sadakat ilişkisi içinde oldukları açıkça ortaya konmuş; böylelikle bu kişilerin içeriden öğrenen olarak değerlendirilmesine yönelik tereddütler büyük ölçüde giderilmiştir. Bununla birlikte, hâlen yürürlükteki düzenleme ve içtihatlarda içeriden öğrenenlerin ticareti ile içeriden öğrenen sıfatının belirlenmesinde güven–sadakat bağının kurucu rolü korunmaktadır. Nitekim ABD şirketler hukukunda—özellikle Delaware hukuku ve sözleşmesel düzenlemeler—sadakat yükümlülüğünün sözleşmeyle daraltılmasına imkân tanıyabildiğinden, bu durum içeriden öğrenen kavramının ABD içinde belirli ölçüde belirsizleştiği yönünde değerlendirmelere kapı aralamaktadır. Ancak son dönem uygulaması, kavramın güven–sadakat ekseninde temellendirilmesine rağmen, AB ve Türk hukukundaki bilgi-temelli çerçeveye sonuç düzeyinde önemli ölçüde örtüştüğünü göstermekte; böylece kavramsal farklılıklar pratikte giderek sınırlı bir etki doğurmaktadır. Buna karşılık AB ve Birleşik Krallık hukukunda daha kuralcı ve tipik bir çerçeve benimsenmekte; bilgi-temelli sorumluluk açık ve genel bir ilke olarak kabul edilmektedir; Birleşik Krallık da Brexit sonrasında AB çizgisini sınırlı uyarlamalarla sürdürmektedir. Güncel görünüm, dünyada kişi-temelli yaklaşımdan giderek uzaklaşıldığını ve içsel bilgiye herhangi bir yolla ulaşan herkesin içeriden öğrenen sayılabileceği yönündeki bilgi-temelli paradigmanın baskınlaştığını göstermektedir. Sonuç itibarıyla, Türk mevzuatı gelişmiş piyasalarla büyük ölçüde paralel bir çerçeve sunmakta; esaslı bir normatif boşluk bulunmamaktadır. Tartışmalar daha çok ispat standartları, caydırıcılık ve etkin denetim ekseninde yoğunlaşmaktadır. İçsel bilgiyi bilen herkesin içeriden öğrenen sayıldığı güncel yaklaşım, kavramsal sınırlarına büyük ölçüde erişmiş görünmekte; bu aşamadan sonra belirleyici olan, mevcut kuralların kararlılıkla ve yeknesak biçimde uygulanması, denetim kapasitesinin güçlendirilmesi ve piyasa bütünlüğünün istikrarlı biçimde gözetilmesidir.

KAYNAKÇA

- Aaron J. VanGetson Real-Time Disclosure of Securities Information via the Internet: Real-Time or Not Right Now,” *University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy* 2003(2): 551–579
- Adıgüzel, Burak. *Sermaye piyasası hukuku*, 5. baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2023.
- Akın, Özlem & Esen, Gözde Sungu. An overview of insider trading in Borsa İstanbul, *Journal of Research in Economics*, 3(2), 76–90, 2019.
- Aksoy, Zeki. *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu*, Doktora Tezi, Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2018.
- Alexander, Kern. *Insider Dealing and Market Abuse: The Financial Services and Markets Act 2000 (CBR Working Paper No. 222)*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, 2001.
- Aliyeva, Muzhgan. *Eski ve güncel sermaye piyasası mevzuatı ve meslek kurallarının karşılaştırılması*, Yüksek lisans tezi, İstanbul Üniversitesi, 2018.
- American Law Institute. *Restatement (Second) of Trusts (§ 170(2))*, American Law Institute Publishers, St. Paul (MN), 1959.
- Anderson, John P. *Insider Trading: Law, Ethics, and Reform*, Cambridge University Press, Cambridge, 2018.
- Arif, Salman, Kepler, Jeffrey, Schroeder, Joseph & Taylor, David. *Audit Process, Private Information, and Insider Trading*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2018. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/11/15/audit-process-private-information-and-insider-trading/>
- Arslan, Abdullah. *Sermaye piyasası hukukunda içerden öğrenenlerin ticareti (Bilgi suistimali)*, Oniki Levha Yayınları, İstanbul, 2021.
- Asuman Turanboy, “İçeriden öğrenenlerin ticareti suçunun ‘bilgi suistimali’ olarak adlandırılmasının eleştirisi,” içinde: Sabih Arkan; Korkut Özkorkut; Murat Gürel; Ufuk Tekin; İbrahim Bektaş (eds.), *Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2015, ss. 749–828.

- Asuman Turanboy, İnsider muameleleri (şirkete ait gizli bilgilerin haksız kullanımı), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1990.
- Aswath Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3. Baskı), Wiley, 2012.
- Ayşe Sümer, "Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 2002. ISBN 9789753162043."
- Bainbridge, Stephen M. Insider Trading Law and Policy, 2. Baskı, Foundation Press, 2023.
- Bainbridge, Stephen M. Securities Law: Insider Trading, 2. Baskı, Foundation Press, 2007.
- Bakkalcı, Şebnem Meral. Avrupa Birliği'nde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili hukuki düzenlemeler, Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 1, Sayı 1, s.41–56, 2009. <https://aksarayiibd.aksaray.edu.tr>
- Baltacı, Alişan & Vural, Aslı. Sermaye piyasası hukuku, ss. 561–582, 2024.
- Barnes, Paul. Insider dealing and market abuse: The UK's record on enforcement, International Journal of Law, Crime and Justice, Cilt 39, Sayı 3, s.174–189, 2011.
- Baş, Sanlı. İçeriden öğrenenlerin ticareti konusundaki düzenlemelerin ülkedışı uygulanabilirliği (Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü), Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1999.
- Baysal, İbrahim Onur. Sermaye piyasasında manipülasyon suçu, Yüksek lisans tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011.
- Beck, Thorsten & Levine, Ross. Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence (NBER Working Paper No. 9082), National Bureau of Economic Research, 2002. <https://www.nber.org/papers/w9082>
- Bedriye Dilara Temizsoy, Sermaye piyasasında içeriden öğrenenlerin ticareti suçu (Yüksek lisans tezi), Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü (onay: 2008).
- BioVest International, Inc., Insider Trading Compliance Manual (Exhibit 99.5), içinde: EDGAR Filing (File No. 0001193125-04-51976) [Exhibit to Form 8-K], U.S. Securities and Exchange Commission, 15 Mart 2004 (erişim: 28 Ağustos 2025).

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/704384/000119312504051976/dex995.htm>

Blau, Benjamin M., Griffith, Thomas G. & Whitby, Ryan J. On the Ethics of “Non-Corporate” Insider Trading, *Journal of Business Ethics*, Cilt 177, Sayı 1, s.79–93, 2022. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04739-x>

Bloomberg HT. Borsadan iki ayda 912 bin yatırımcı çıktı, Bloomberg HT, 2 Ocak 2024. <https://www.bloomberght.com/borsadan-iki-ayda-912-bin-yatirimci-cikti-2344926>

Bris, Arturo & Goetzmann, William N. Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World, *The Journal of Finance*, Cilt 62, Sayı 3, s.1029–1079, 2007. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x>

Brudney, Victor. Insiders, Outsiders, and Informational Advantage under the Federal Securities Laws, *Harvard Law Review*, Cilt 93, Sayı 2, s.322–376, 1979. <https://doi.org/10.2307/1340451>

Buell, Samuel W. Culpability and Modern Crime, *Georgetown Law Journal*, Cilt 103, Sayı 3, s.547–603, 2015. https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3257/

Campaign Legal Center. The STOCK Act: The Failed Effort to Stop Insider Trading in Congress, 2022. https://campaignlegal.org/sites/default/files/2022-03/CLC_StockTrading_1-pager_v2.pdf

Cem Şenol, “İçeriden öğrenilen bilgi ve içeriden öğrenen kavramlarının ceza hukuku açısından incelenmesi, *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi* 2(2), 126–145 (2012).”

Centel, Nur. Ceza hukukunda tüzel kişilerin sorumluluğu – şirketler hakkında yaptırım uygulanması, *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt 65, Sayı 4, s.3313–3326, 2016.

Chiarella v. United States (petitioner: Vincent F. Chiarella), “445 U.S. 222 (U.S. Supreme Court, 1980)” <https://tile.loc.gov/storage-services/service/ll/usrep/usrep445/usrep445222/usrep445222.pdf>

Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980). <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/445/222/>

Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980). <https://tile.loc.gov/storage-services/service/ll/usrep/usrep445/usrep445222/usrep445222.pdf>

- Chitimira, Howard. A Historical Overview of the General Implementation of the European Union Market Abuse Directive in the United Kingdom before Brexit and Its Future Implications, *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, Cilt 24, Sayı 2, s.217–244, 2017. <https://doi.org/10.1177/1023263X17709750>
- Chitimira, Howard. Selected Aspects of the Regulation of Insider Trading and Market Manipulation in the European Union and South Africa, *African Journal of Legal Studies*, Cilt 8, Sayı 3–4, s.183–208, 2015.
- Clark, Gregory – O'Rourke, Kevin H. – Taylor, Alan M., "The Growing Dependence of Britain on Trade during the Industrial Revolution", *Scandinavian Economic History Review*, C. 62, S. 2, 2014, s. 109–136,
- Clayton, James P. The Two Faces of Janus: The Jurisprudential Past and New Beginning of Rule 10b-5, *University of Michigan Journal of Law Reform*, Cilt 47, Sayı 3, s.853–892, 2014.
- Coffee, John C. Law and the Market: The Impact of Enforcement, *University of Pennsylvania Law Review*, Cilt 156, Sayı 2, s.229–311, 2007.
- Cohen, Joel M., Dunning, Mary Kay & Shill, Gregory H. Erosion of the Fiduciary-Duty Requirement in Insider-Trading Actions, *Securities Litigation Journal*, Cilt 20, Sayı 3, s.12–18, 2010.
- Council of the European Communities. Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 Coordinating Regulations on Insider Dealing, *Official Journal of the European Communities (OJ)*, L 334, s.30–32, 1989.
- Çağdaş Tahaoğlu; Zehra Nuray Güner, "An investigation of returns to insider transactions: Evidence from the Istanbul Stock Exchange," *Boğaziçi Journal: Review of Social, Economic and Administrative Studies* 25(1), 57–77 (2011).
- Çetin, İbrahim. Bilgi suistimali suçu, *Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt 9, Sayı 2, s.647–675, 2024.
- Damodaran, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 3. Baskı, Wiley, 2012.
- Davis, Harry S. (Ed.). *Insider Trading Law and Compliance Answer Book*, Practising Law Institute, 2013.

- Demirel, Hatice Gökçe. Krizlerin menkul kıymetler borsalarına etkisi: İMKB örneği, Yüksek lisans tezi, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2009.
- Dierkens, Nathalie. Information Asymmetry and Equity Issues, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt 26, Sayı 2, s.181–199, 1991. <https://doi.org/10.2307/2331264>
- Dilek Özge Uğraş, “Bilgi suistimali suçu (içeriden öğrenenlerin ticareti suçu) [Insider trading], *Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 16(1), 151–188 (2021). <https://doi.org/10.48064/euhfd.801715>”
- Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983). <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646/>
- Dizdar, Emre. Sermaye piyasası hukukunda piyasa dolandırıcılığı suçu (6362 sayılı Kanun m.107), *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, 2022(159), s.259–271, 2022.
- Doğangün Yasa, Bengü. İktisat düşüncesinde devlet müdahaleciliği kuramının evrimi, *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 5, Sayı 2, s.281–298, 2017. <https://doi.org/10.18506/anemon.310155>
- Du, Julian & Wei, Shang-Jin. Does insider trading raise market volatility?, *The Economic Journal*, 114(498), s.916–942, 2004.
- Duman, Buminhan. Türk sermaye piyasası hukukunda bilgi suistimali (içeriden öğrenenlerin ticareti) suçu, *Kırıkkale Hukuk Mecmuası*, 2(2), s.389–409, 2022. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/khm/issue/69659/1111555>
- Dursun Özdemir, Gizem. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenen bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçları, Doktora tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2021
- Easley, David & O'Hara, Maureen. Price, Trade Size, and Information in Securities Markets, *Journal of Financial Economics*, Cilt 19, Sayı 1, s.69–90, 1987.
- Eberhard Schwark; Daniel Zimmer (eds.), “Kapitalmarktrechts-Kommentar (5. Aufl.), C. H. Beck, München, 2020. ISBN 978-3-406-67148-7”.
- Ebru Usta, “Borsada hacim Aralık'taki zirvenin üçte birine geriledi,” *Bloomberg HT* (28 Mart 2023). *Bloomberg HT*. <https://www.bloomberght.com/borsada-hacim-aralik-taki-zirvenin-ucte-birine-geriledi-2328946>

- Eckbo, B. Espen & Smith, David C. The Conditional Performance of Insider Trades, *The Journal of Finance*, Cilt 53, Sayı 2, s.467–498, 1998.
- Ekrem Tufan, *Davranışsal Finans*, İmaj Yayıncılık, Ankara, 2008.
- Elizabeth Szockyj; Gilbert Geis, "Insider trading: Patterns and analysis, *Journal of Criminal Justice* 30(4), 273–286 (2002). DOI: 10.1016/S0047-2352(02)00129-0."
- Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980).
- Engle, Eric. Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison, *European Business Law Review*, Cilt 26, s.465–490, 2010.
- Epstein, Richard A. Returning to Common-Law Principles of Insider Trading After United States v. Newman, *Yale Law Journal*, Cilt 125, Sayı 5, s.1489–1520, 2016.
- Ergün Aksu, Hanife. Sermaye piyasası hukukunda içsel bilgi kavramına ilişkin kamusal müdahale sistemleri: Avrupa Birliği ve Türkiye karşılaştırması, *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt 26, Sayı 4, s.165–204, 2022.
- Erman, Sahir. Ticari ceza hukuku VII: Şirketler ceza hukuku, İstanbul Üniversitesi Basımevi ve Film Merkezi, İstanbul, 1993.
- Esen, M. Fevzi, Acar, Ayşegül & Kocabaş, Eda. Turizm işletmelerinde içeriden öğrenenlerin işlemleri: New York Borsası örneği, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 21, Sayı 3, s.943–958, 2019. <https://doi.org/10.16953/deusosbil.490985>
- European Commission. Statement by Commissioner Michel Barnier on the endorsement by the European Parliament of the political agreement on the Market Abuse Regulation (MEMO/13/773), 9 September 2013.
- European Commission. Turkey 2014 Progress Report (SWD(2014) 307 final), Commission Staff Working Document, Brussels, 8 October 2014. https://www.ab.gov.tr/files/ilerlemeraporlari/2014_progress_report.pdf
- European Parliament and Council. Directive 2003/6/EC of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), OJ L 96, 12.4.2003, s.16–25.
- European Parliament and Council. Regulation (EU) No 596/2014 of 16 April 2014 on market abuse (Market Abuse Regulation), OJ L 173, 12.6.2014, s.1–61. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj/eng>

- European Securities and Markets Authority (ESMA). ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 2, 2014 (ESMA/2014/884), 3 September 2014. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-efs_trv_2-14_201014.pdf
- Evik, Ali Hakan & Evik, Vesile Sonay. İçeriden öğrenenlerin ticareti suçu, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, 63(1-2), s.3-56, 2005.
- Evik, Ali Hakan. Bilgi suistimali suçu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2019(2), s.163-214, 2019.
- Fairfax, Lisa M. Whitman and the Fiduciary Relationship Conundrum, Fordham Law Review, Cilt 89, Sayı 2, s.409-432, 2020. <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol89/iss2/2>
- Fama, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, Cilt 25, Sayı 2, s.383-417, 1970.
- Federal Reserve Board. Trading and Capital-Markets Activities Manual (Supplement 14), Federal Reserve System, Temmuz 2011. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/trading/trading.pdf>
- Ferran, Eilfs. Building an EU Securities Market, Cambridge University Press, 2004.
- Financial Services Authority (FSA). Press release: R v. McQuoid and Jervis [Southwark Crown Court], 27 March 2009.
- Fischel, Daniel R. & Ross, David J. Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?, Harvard Law Review, Cilt 105, Sayı 2, s.503-553, 1991.
- Fridrich v. Bradford, 542 F.2d 307 (6th Cir. 1976).
- Garno, Zakaria. Insider trading challenges in the digital era: Legal and ethical considerations for U.S. financial market regulation, Journal of Next-Generation Research, 1(3), 2025. <https://doi.org/10.70792/jngr5.0.v1i3.75>
- Gevurtz, Frederick A. The road not taken: A comparison of the E.U. and U.S. insider trading prohibitions, Washington University Journal of Law & Policy, 54, s.61-90, 2017.
- Gezmiş, Şeyma & Başaran, Mustafa. 6335 sayılı kanunla değişik 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda anonim şirketler rehberi, Bilge Yayınevi, Ankara, 2012.

- Goshen, Zohar & Parchomovsky, Gideon. The essential role of securities regulation, *Duke Law Journal*, 55(4), s.711–782, 2006.
- Gökçen, Gülçin. Finansal gelişme ve ekonomik kalkınma ilişkisi: Uygulamalı literatür taraması, *Parion Akademik Bakış Dergisi*, Cilt 3, Sayı 1, s.1–24, 2024.
- Gross-Cassel, Jamel. The solution to shadow trading is not found in current insider trading law: A proposed amendment to Rule 10b5-2, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 28(2), s.439–468, 2023.
- Grzebielski, Ray J. Friends, family, fiduciaries: Personal relationships as a basis for insider trading violations, *Catholic University Law Review*, 51(2), s.467–504, 2002. <https://scholarship.law.edu/lawreview/vol51/iss2/4>
- Gubler, Zachary J. A Unified Theory of Insider Trading Law, *Georgetown Law Journal*, Cilt 105, Sayı 5, s.1225–1284, 2017.
- Gündoğdu, Aysel. Türk sermaye piyasasında bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçu düzenlemelerinin irdelenmesi, *Maliye ve Finans Yazıları*, 2017(108), s.9–25, 2017. <https://doi.org/10.33203/mfy.357654>
- H. Nejat Seyhun, “Insiders’ profits, costs of trading, and market efficiency,” *Journal of Financial Economics* 16(2) (June 1986): 189–212. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90060-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90060-7)
- Habertürk. Borsa 2 aydır eşik üstüne eşik atlıyor, 14 Ağustos 2023. <https://www.haberturk.com/borsa-3614128-ekonomi>
- Hacımahmutoğlu, Sibel. AT düzenlemeleri ışığında “içeriden öğrenilen bilgi” kavramının değerlendirilmesi, *Turgut Kalpsüz’e Armağan*, Ankara, 2003.
- Hacımahmutoğlu, Sibel. Market egalitarianism ve içerden öğrenenlerin ticaretinin düzenlenmesi, *Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2002(1), s.603–624, 2002.
- Hamide Tacir, “Sermaye piyasasında içeriden öğrenenin ticareti suçu,” *Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 5(2), 87–115 (Aralık 2006)
- Heminway, Joan MacLeod. Tipper/Tippee Insider Trading as Unlawful Deceptive Conduct: Insider Gifts of Material Nonpublic Information to Strangers, *Washington University Journal of Law & Policy*, 56(1), s.65–99, 2018.

- Hersh Shefrin; Meir Statman, "Ethics, Fairness, Efficiency, and Financial Markets, Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Charlottesville, VA, 1992
- Hu, Edwin – Hughes, Paul – Ritter, John – Vegella, Patti – Zhang, Hao, Tick Size Pilot Plan and Market Quality (DERA White Paper), U.S. Securities and Exchange Commission, Division of Economic and Risk Analysis, 31 Ocak 2018, https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/lombardofinancial.pdf
- International Monetary Fund (IMF), Regulatory Reform 10 Years After the Global Financial Crisis: Looking Back, Looking Forward (Chapter 2), içinde: Global Financial Stability Report, October 2018: A Decade After the Global Financial Crisis: Are We Safer?,
- International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook: Navigating Global Divergences, Ekim 2023. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Objectives and Principles of Securities Regulation, 2010. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Objectives and Principles of Securities Regulation (Pub. Doc. No. 561), 2017. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd561.pdf>
- İhtiyar, Mustafa. Sermaye piyasası hukukunda kamuyu aydınlatma ilkesi, Beta Basım Yayım, İstanbul, 2006.
- İrem Töre, "Geçmişten günümüze Türkiye'de yabancı sermaye mevzuatı," Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 19(3–4), 123–148 (2015).
- İsfen, Osman. Sermaye piyasalarının suistimale karşı korunmasında Avrupa hukuku standartları, E. Özsunay'a Armağan içinde (ss. 502–521), Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2004.
- İşcan, İsmail Hakkı. 2008 küresel finans krizi: Neo-liberal finansal sistemin iflası ve Uluslararası Para Fonu'nun kurumsal sorgusu, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 55(641), ss.103–132, 2018.

- Jensen, Michael C. Some anomalous evidence regarding market efficiency, *Journal of Financial Economics*, Cilt 6, Sayı 2–3, s.95–101, 1978.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(78\)90025-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(78)90025-9)
- Jinlin Wei, *Banking and Innovation: Evidence from the Industrial Revolution* (Working Paper), University of Warwick, May 30, 2024.
- Johansen, Anders, Ledoit, Olivier & Sornette, Didier. Crashes as critical points, arXiv, 7 Ekim 1998. <https://arxiv.org/abs/cond-mat/9810071>
- Johnson, Dixie L. & Greffenius, Robert. Insider trading by friends and family: When the SEC alleges tipping, *Business Law Today*, 31 Ağustos 2011.
https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2011-august/insider-trading-by-friends-and-family/
- Johnson, Vincent R. The fiduciary obligations of public officials, *St. Mary's Journal on Legal Malpractice & Ethics*, 9(2), s.298–340, 2019.
<https://commons.stmarytx.edu/lmej/vol9/iss2/4/>
- Karababa, Serdar. *Hisse senedi yatırımcısının korunması*, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2001.
- Karacan, Ali İhsan, “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ya da Bilgi Suistimali Yasağı: Sermaye Piyasası Açısından Bir Değerlendirme,” içinde: *Sermaye Piyasası Hukuku – Yazılar*, Cilt I, Legal Yayıncılık, İstanbul, 2017. ISBN 978-605-315-149-4.
- Karen E. Woody, “The New Insider Trading,” *Arizona State Law Journal* 52 (2020): 594–644.
- Karmel, Roberta S. The fiduciary principle of insider trading needs revision, *Washington University Journal of Law & Policy*, 56, s.121–134, 2018.
- Kelly, Jack. Senators accused of insider trading, dumping stocks after coronavirus briefings, *Forbes*, 20 Mart 2020.
<https://www.forbes.com/sites/jackkelly/2020/03/20/senators-accused-of-insider-trading-dumping-stocks-after-coronavirus-briefings/>
- Kemaloğlu, Çağrı Tuğsat. Enflasyona direnen yaptırım: Adli para cezasının reel değerinin azalması üzerine karşılaştırmalı bir inceleme, *Akdeniz Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 13(2), s.913–933, 2023.

- Kendall, Maurice G. The analysis of economic time series—Part I: Prices, *Journal of the Royal Statistical Society: Series A (General)*, 116(1), s.11–25, 1953.
<https://doi.org/10.2307/2980947>
- Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp., 411 U.S. 582 (1973).
<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/411/582/>
- Kesici, Emre. Bilgi suistimali suç, suçla ilişkin tedbirler ve alınan tedbirlerin etkinliği, Yüksek lisans tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014.
- Kibar, Ahmet Fevzi. Sermaye piyasası hukuku açısından asimetrik bilgi sorunsalı ve çözüm yolları, *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 4(2), s.187–210, 2018.
- Klein, Maury. *Union Pacific: The Rebirth, 1894–1969*, University of Minnesota Press, 1989.
- Krimmel, Herbert T. The government insider and Rule 10b-5: A new application for an expanding doctrine, *Southern California Law Review*, 47, s.1505–15, 1974.
- Langenbacher, Katja. Insider trading in Europe: From financial instruments to crypto-assets, içinde S. M. Bainbridge (Ed.), *Research Handbook on Insider Trading*, ss. 345–370, Edward Elgar, 2023.
- Langevoort, Donald C. From Texas Gulf Sulphur to Chiarella: A tale of two duties, *CLS Blue Sky Blog*, 8 Ocak 2018.
<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/01/08/from-texas-gulf-sulphur-to-chiarella-a-tale-of-two-duties/>
- Langevoort, Donald C. Insider trading and the fiduciary principle: A post-Chiarella restatement, *California Law Review*, Cilt 70, Sayı 1, s.1–53, 1982.
<https://doi.org/10.2307/3480181>
- Levine, Ross. Finance and growth: Theory and evidence, içinde P. Aghion & S. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth*, Cilt 1, ss. 865–934, Elsevier, 2005.
- Lombardo, Stefano, Some Reflections on the Self-Insider and the Market Abuse Regulation – The Self-Insider as a Monopoly-Square Insider (ECGI Law Working Paper No. 512/2020), European Corporate Governance Institute, Nisan 2020, s. 20–21.
https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/lombardofinancial.pdf

- Louis T. W. Cheng – Michael Firth – Tak Yan Leung – Oliver M. (Meng) Rui, “The Effects of Insider Trading on Liquidity”, *Pacific-Basin Finance Journal*, C. 14, S. 5, 2006,
- Majone, Giandomenico, “The Rise of the Regulatory State in Europe”, *West European Politics*, C. 17, S. 3, 1994, s. 77–101
- Manavgat, Çağlar. Bilgiye dayalı manipülasyonda menfaat elde etme şartının yerindeliği, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 33(2), s.29–41, 2017
- Manavgat, Çağlar. Hukuki bakımdan halka açık anonim ortaklıklar ve halka arz, *Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü*, Ankara, 2016.
- Marc I. Steinberg, “Insider Trading – A Comparative Perspective, IMF Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, May 2002 <https://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/steinb.pdf>
- Marc I. Steinberg, “To Call a Donkey a Racehorse: The Fiduciary Duty Misnomer in Corporate and Securities Law, *Journal of Corporation Law* 48(1), 1–36 (2022).” https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2023-01/Steinberg_Online.pdf
- Marco Ventoruzzo, Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments (MPILux Working Paper 5/2014), Max Planck Institute Luxembourg for Procedural Law, 2014.
- Memiş, Tekin & Turan, Gökçen. Sermaye piyasası hukuku, 2. baskı, Seçkin Yayıncılık, 2016.
- Meral Varış Tezcanlı, İçeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyonlar, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Yayınları, 1996.
- Mishkin, Frederic S. & Eakins, Stanley G. *Financial Markets and Institutions*, 7. baskı, Prentice Hall, 2011.
- Molk, Peter. Uncorporate Insider Trading, *Minnesota Law Review*, 104(4), s.1693–1749, 2020.
- Nagy, Donna M. Insider trading and the gradual demise of fiduciary principles, *Iowa Law Review*, 94, s.1315–1379, 2009. <https://ssrn.com/abstract=1335494>
- Newkirk, Thomas C. & Robertson, Melissa A. Insider trading – A U.S. perspective [Speech], U.S. Securities and Exchange Commission, 19 September 1998. <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>

- Nicholas, Tom. Stock market swings and the value of innovation, 1908–1929, içinde N. R. Lamoreaux & K. L. Sokoloff (Eds.), Financing Innovation in the United States, 1870 to Present (ss. 158–184), MIT Press, 2007.
- O. Sherwood Persons, “SEC’s Insider Trading Enforcements and Target Firms’ Stock Values”, Journal of Business Research, C. 39, S. 3, 1997, s. 187-194, [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(96\)00203-2](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(96)00203-2)
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). Deteriorating Conditions of Global Financial Markets amid High Debt, OECD Publishing, Paris, 2022.
https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2022/11/deteriorating-conditions-of-global-financial-markets-amid-high-debt_1ca4cfb3/89757fae-en.pdf
- Okuyucu Ergün, Güneş. Bilgi suistimali yasağının muhatabı, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası (BATİDER), 79(2), 2021.
<https://doi.org/10.26650/mecmua.2021.79.2.0092>
- Oxford University Press, EU securities and financial markets regulation (3rd ed.). Oxford University Press, 2014.
- Öz, Buket. Türk sermaye piyasasında piyasa dolandırıcılığı suçları, Beykent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 4(7), s.137–160, 2018.
- Özlü, Emre. Sermaye piyasasında içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığına dair bir araştırma: Borsa İstanbul’da bir uygulama, Yüksek lisans tezi, Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2023.
- Payne, Jennifer, Disclosure of Inside Information (ECGI Law Working Paper No. 422/2019), European Corporate Governance Institute, Ağustos 2019, (ayrıca: Oxford Legal Studies Research Paper No. 8/2019), erişim: https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalpayne_0.pdf
- Perino, Michael A. The Lost History of Insider Trading, University of Illinois Law Review, 2019(3), 2019.
- Poroy, Reha; Tekinalp, Ünal & Çamoğlu, Ersin. Ortaklıklar ve kooperatifler hukuku, 13. baskı, Beta, 2021.

- PricewaterhouseCoopers (PwC). Global Economic Crime and Fraud Survey 2018: Pulling Fraud Out of the Shadows, PwC, 2018. <https://www.pwc.com/gx/en/services/forensics/economic-crime-survey.html>
- R v McQuoid, [2009] EWCA Crim 1301 (Eng. & Wales CA, 10 June 2009). (Crown Court conviction: Southwark Crown Court, 27 March 2009)
- R. Gaston Gelos – Shang-Jin Wei, Transparency and International Investor Behavior (IMF Working Paper No. 02/174), International Monetary Fund, Ekim 2002, <https://doi.org/10.5089/9781451858709.001>
- Raymond, Michael T. Validity challenges to SEC Rule 14e-3, *The John Marshall Law Review*, 23(3), s.305–, 1990 <https://repository.law.uic.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1917&context=lawreview>
- Reilly, Frank K. – Brown, Keith C., *Investment Analysis and Portfolio Management* (10. Baskı), South-Western Cengage Learning, Mason, OH, 2012.
- Roach, Brian, Corporate Power in a Global Economy [Teaching Module], Economics in Context Initiative, Global Development Policy Center, Boston University, 2023. URL: <https://www.bu.edu/eci/files/2023/09/Corporate-Power-Module.pdf>
- Sarbanes–Oxley Act of 2002 (adını veren sponsorlar: Senator Paul S. Sarbanes ve Representative Michael G. Oxley), “Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002)”
- SEC v. Matthew Panuwat, “No. 21-cv-06322-WHO (N.D. Cal.); filed 17 Aug 2021; jury verdict 5 Apr 2024; Final Judgment 24 Oct 2024 (Judge William H. Orrick)”.
- Securities and Exchange Commission v. Oleksandr Dorozhko, “574 F.3d 42 (2d Cir. 2009)”
- Securities and Exchange Commission v. Richard Whitney, et al., “36 F. Supp. 213 (S.D.N.Y. 1940)”
- Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Company, et al., “401 F.2d 833 (2d Cir. 1968)”
- Securities and Exchange Commission, “Commission Statement and Guidance on Public Company Cybersecurity Disclosures (Release Nos. 33-10459; 34-82746), 83 Fed. Reg. 8166 (Feb. 26, 2018)”. <https://www.sec.gov/files/rules/interp/2018/33-10459.pdf>

Securities Exchange Act of 1934 (Act of June 6, 1934, ch. 404, 48 Stat. 881), “15 U.S.C. § 78a et seq.”

Serkan Ünal, “Borsa İstanbul’da içeriden öğrenenlerin getirileri,” *Kilis 7 Aralık Üniversitesi Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)* 14(26), 159–175 (2022).

Sermaye Piyasası Kurulu, “2025 yılı özel durum açıklama yükümlülüğü eşik değeri hakkında ilke kararı (2024/60), 31.12.2024” <https://spk.gov.tr/data/6774184f8f95db0cb0251c8b/2024-60.pdf>

Sermaye Piyasası Kurulu, “Haftalık Bülten (2010/34), 16–20 Ağustos 2010” https://spk.gov.tr/data/61e0b4431b41c613a0d633c9/2010_34.pdf

Sermaye Piyasası Kurulu, “Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1), Resmî Gazete 28704, 11.07.2013”.

Sermaye Piyasası Kurulu, “Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1), Resmî Gazete 28703, 11.07.2013.

Sermaye Piyasası Kurulu, “Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ ile ilgili basın duyurusu, 12.12.2013”. (SPK Basın 12.12.2013) <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2013/yoneticilerin-net-alim-satim-kazanclarini-ihraccilara-odemeleri-hakkinda-teblig-ile-ilgili-basin-duyurusu>

Serpil Sümer; Murat Dilmaç, “Kırsalda finansal tabana yayılma: Oltu örneği, *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi* 8(2), 203–213 (2022). DOI: 10.30855/gjeb.2022.8.2.001 <https://doi.org/10.30855/gjeb.2022.8.2.001>

Shapiro v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., “495 F.2d 228 (2d Cir. 1974)”

Strong v. Repide, 213 U.S. 419 (1909).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, *Terimler Sözlüğü* (2025).

U.S. Securities and Exchange Commission, “Employment of Manipulative and Deceptive Devices, Rule 10b-5, Securities Exchange Act of 1934, 17 C.F.R. § 240.10b-5.” (originally adopted 1942; current text at eCFR) <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/section-240.10b-5>

U.S. Securities and Exchange Commission, “In the Matter of Cady, Roberts & Co. (File No. 8-8925), 40 S.E.C. 907 (promulgated Nov. 8, 1961).

https://www.sechistorical.org/collection/papers/1960/1961_1108_CadyRoberts.pdf

U.S. Securities and Exchange Commission, “Insider trading.” Investor.gov (n.d.).
<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/insider-trading>

U.S. Securities and Exchange Commission, “Mission.” (updated Aug. 9, 2023).<https://www.sec.gov/about/mission>

U.S. Securities and Exchange Commission, “Selective Disclosure and Insider Trading,” Federal Register, C. 65, 24 Ağustos 2000, s. 51716–51740 (Final Rule; Release Nos. 33-7881; 34-43154; IC-24599). URL: <https://www.federalregister.gov/documents/2000/08/24/00-21156/selective-disclosure-and-insider-trading>

Ufuk Ünver, “Şirket birleşme ve şirket satın alımları öncesi içeriden öğrenenlerin ticareti” [Yüksek lisans tezi, Beykent Üniversitesi] (2014). YÖK Ulusal Tez Merkezi.

United States Congress, “Sarbanes–Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002).” <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-107publ204/pdf/PLAW-107publ204.pdf>

United States v. Chestman, “947 F.2d 551 (2d Cir. 1991)”.

United States v. Dubovoy (defendants incl. Arkadiy Dubovoy; Igor Dubovoy; Pavel Dubovoy), “No. 15-CR-00395 (D.N.J., filed Aug. 10, 2015)”.

United States v. Newman (defendants Todd Newman; Anthony Chiasson), “773 F.3d 438 (2d Cir. 2014)”.

United States v. O’Hagan (respondent James Herman O’Hagan), “521 U.S. 642 (U.S. Supreme Court, 1997)” <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/521/642/>

Ünal Tekinalp, “İçeriden öğrenenlerin ticareti sorunu,” İktisat ve Maliye Dergisi 33(9), 310–319 (1986).

Veliye Yanlı, Sermaye piyasası hukuku çerçevesinde halka açık anonim şirketler ve kamunun aydınlatılması, İstanbul: Beta Yayınları, 2005.

William F. Sharpe; Gordon J. Alexander; Jeffery V. Bailey, “Investments (6th ed.), Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ, 1999. ISBN 0130101303.”

William K. S. Wang; Marc I. Steinberg, *Insider Trading* (3rd ed.), Oxford University Press, 2010. ISBN 978-0195391459.

	HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ	Doküman Kodu Form No.	FRM-YL-15
		Yayın Tarihi Date of Pub.	04.12.2023
	FRM-YL-15 Yüksek Lisans Tezi Orijinallik Raporu <i>Master's Thesis Dissertation Originality Report</i>	Revizyon No Rev. No.	02
		Revizyon Tarihi Rev.Date	25.01.2024

HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞINA	
Tarih: 02/10/2025	
Tez Başlığı (Türkçe): Sermaye Piyasası Hukukunda İçeriden Öğrenen Kavramı	
Yukarıda başlığı verilen tezin a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 134 sayfalık kısmına ilişkin, 02/10/2025 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda işaretlenmiş filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezin benzerlik oranı % 17. 'dir.	
Uygulanan filtrelemeler*:	
1. <input checked="" type="checkbox"/> Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç	
2. <input checked="" type="checkbox"/> Kaynakça hariç	
3. <input type="checkbox"/> Alıntılar hariç	
4. <input checked="" type="checkbox"/> Alıntılar dâhil	
5. <input checked="" type="checkbox"/> 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç	
Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tezin herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumlarda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.	
Gereğini saygılarımla arz ederim.	
Batuhan YOĞURTOĞLU	

Öğrenci Bilgileri	Ad-Soyad	Batuhan YOĞURTOĞLU
	Öğrenci No	N22133588
	Enstitü Anabilim Dalı	SOSYAL BİLİMLER ENS. / ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI
	Programı	ÖZEL HUKUK YÜKSEK LİSANS

DANIŞMAN ONAYI

UYGUNDUR.
DOÇ. DR. SİBEL HACİMAHMUTOĞLU

* Tez Almanca veya Fransızca yazılıyor ise bu kısımda tez başlığı **Tez Yazım Dilinde** yazılmalıdır.

**Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları İkinci bölüm madde (4)/3'te de belirtildiği üzere: Kaynakça hariç, Alıntılar hariç/dahil, 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç (Limit match size to 5 words) filtreleme yapılmalıdır.

	HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ	Doküman Kodu Form No.	FRM-YL-15
		Yayın Tarihi Date of Pub.	04.12.2023
	FRM-YL-15 Yüksek Lisans Tezi Orijinallik Raporu <i>Master's Thesis Dissertation Originality Report</i>	Revizyon No Rev. No.	02
		Revizyon Tarihi Rev.Date	25.01.2024



TO HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
DEPARTMENT OF PRIVATE LAW

Date: 02/10/2025

Thesis Title (In English): The Concept of Insider in Capital Market Law

According to the originality report obtained by myself/my thesis advisor by using the Turnitin plagiarism detection software and by applying the filtering options checked below on 02/10/2025 for the total of 134 pages including the a) Title Page, b) Introduction, c) Main Chapters, and d) Conclusion sections of my thesis entitled above, the similarity index of my thesis is 17 %.

Filtering options applied**:

1. Approval and Declaration sections excluded
2. References cited excluded
3. Quotes excluded
4. Quotes included
5. Match size up to 5 words excluded

I hereby declare that I have carefully read Hacettepe University Graduate School of Social Sciences Guidelines for Obtaining and Using Thesis Originality Reports that according to the maximum similarity index values specified in the Guidelines, my thesis does not include any form of plagiarism; that in any future detection of possible infringement of the regulations I accept all legal responsibility; and that all the information I have provided is correct to the best of my knowledge.

Kindly submitted for the necessary actions.

Batuhan YOĞURTOĞLU

Student Information	Name-Surname	BATUHAN YOĞURTOĞLU
	Student Number	N22133588
	Department	GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
	Programme	PRIVATE LAW / MA

SUPERVISOR'S APPROVAL

APPROVED
DOÇ. DR. SİBEL HACİMAHMUTOĞLU

**As mentioned in the second part [article (4)/3] of the Thesis Dissertation Originality Report's Codes of Practice of Hacettepe University Graduate School of Social Sciences, filtering should be done as following: excluding reference, quotation excluded/included, Match size up to 5 words excluded.

	HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ	Doküman Kodu Form No.	FRM-YL-09
		Yayın Tarihi Date of Pub.	22.11.2023
	FRM-YL-09 Yüksek Lisans Tezi Etik Kurul Muafiyeti Formu <i>Ethics Board Form for Master's Thesis</i>	Revizyon No Rev. No.	02
		Revizyon Tarihi Rev.Date	25.01.2024

HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞINA

Tarih: 02/10/2025

Tez Başlığı (Türkçe):SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA İÇERİDEN ÖĞRENEN KAVRAMI

Yukarıda başlığı verilen tez çalışmam:

1. İnsan ve hayvan üzerinde deney niteliği taşımamaktadır.
2. Biyolojik materyal (kan, idrar vb. biyolojik sıvılar ve numuneler) kullanılmasını gerektirmemektedir.
3. Beden bütünlüğüne veya ruh sağlığına müdahale içermemektedir.
4. Anket, ölçek (test), mülakat, odak grup çalışması, gözlem, deney, görüşme gibi teknikler kullanılarak katılımcılardan veri toplanmasını gerektiren nitel ya da nicel yaklaşımlarla yürütülen araştırma niteliğinde değildir.
5. Diğer kişi ve kurumlardan temin edilen veri kullanımını (kitap, belge vs.) gerektirmektedir. Ancak bu kullanım, diğer kişi ve kurumların izin verdiği ölçüde Kişisel Bilgilerin Korunması Kanuna riayet edilerek gerçekleştirilecektir.

Hacettepe Üniversitesi Etik Kurullarının Yönergelerini inceledim ve bunlara göre çalışmamın yürütülebilmesi için herhangi bir Etik Kuruldan izin alınmasına gerek olmadığını; aksi durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

Batuhan YOĞURTOĞLU

Öğrenci Bilgileri	Ad-Soyad	BATUHAN YOĞURTOĞLU
	Öğrenci No	N22133588
	Enstitü Anabilim Dalı	SOSYAL BİLİMLER ENS./ ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI
	Programı	ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI YÜKSEK LİSANS

DANIŞMAN ONAYI

UYGUNDUR.
DOÇ. DR. SİBEL HACİMAHMUTOĞLU

* Tez Almanca veya Fransızca yazılıyor ise bu kısımda tez başlığı Tez Yazım Dilinde yazılmalıdır.

	HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ	Doküman Kodu Form No.	FRM-YL-09
		Yayın Tarihi Date of Pub.	22.11.2023
	FRM-YL-09 Yüksek Lisans Tezi Etik Kurul Muafiyeti Formu <i>Ethics Board Form for Master's Thesis</i>	Revizyon No Rev. No.	02
		Revizyon Tarihi Rev.Date	25.01.2024

HACETTEPE UNIVERSITY GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES DEPARTMENT OF PRIVATE LAW	
Date: 02/10/2025	
ThesisTitle (In English): The Concept of Insider in Capital Market Law	
My thesis work with the title given above:	
<ol style="list-style-type: none"> 1. Does not perform experimentation on people or animals. 2. Does not necessitate the use of biological material (blood, urine, biological fluids and samples, etc.). 3. Does not involve any interference of the body's integrity. 4. Is not a research conducted with qualitative or quantitative approaches that require data collection from the participants by using techniques such as survey, scale (test), interview, focus group work, observation, experiment, interview. 5. Requires the use of data (books, documents, etc.) obtained from other people and institutions. However, this use will be carried out in accordance with the Personal Information Protection Law to the extent permitted by other persons and institutions. 	
I hereby declare that I reviewed the Directives of Ethics Boards of Hacettepe University and in regard to these directives it is not necessary to obtain permission from any Ethics Board in order to carry out my thesis study; I accept all legal responsibilities that may arise in any infringement of the directives and that the information I have given above is correct.	
I respectfully submit this for approval.	
Batuhan YOĞURTOĞLU	

Student Information	Name-Surname	BATUHAN YOĞURTOĞLU
	Student Number	N22133588
	Department	GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
	Programme	PRIVATE LAW / MA

SUPERVISOR'S APPROVAL

APPROVED
DOÇ. DR. SİBEL HACİMAHMUTOĞLU