

AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ'NDE PİYASA DOLANDIRICILIĞINA İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER VE BU FİİLE UYGULANAN YAPTIRIMLAR

Seçil ÇOŞKUN*

ÖZET

Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) 1920'lerin başından itibaren, finansal piyasaların kötüye kullanılması problemi baş göstermiştir. Bu kapsamda, bilgi suiistimali (insider trading) ve piyasa dolandırıcılığı (market manipulation) da kapsayan ve üst bir başlık olarak adlandırılan piyasanın kötüye kullanılması (market abuse) fiili hem federal seviyede hem de tüm eyaletlerde yasaklanmıştır. Özellikle eyalet düzeyinde piyasanın kötüye kullanılması fiilinin yasaklanmasına ilişkin düzenlemeler, ABD'deki finansal piyasalardaki hukuka aykırı faaliyetlerin önlenmesinde hayati bir rol üstlenmiştir. Öğretide "piyasa dolandırıcılığı" ile "manipülasyon" aynı anlamda kullanıldığından, çalışmamızda her iki terminolojiye de yer verilecektir. Bu çalışmada öncelikle Kaliforniya, Delaware ve Vaşington eyaletlerindeki düzenlemelere kısaca değinildikten sonra federal düzeyde piyasa dolandırıcılığı fiilinin düzenleme yaklaşımı üzerinde durulacaktır. ABD'de hem federal seviyede hem de eyalet seviyesindeki düzenlemeler, bugün öğretilen tartışılan finansal piyasalarda piyasanın kötüye kullanılmasının yasaklanmasına yönelik yaklaşımların temelini oluşturmaktadır. ABD'de piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen kişiler hakkında cezai ve idari yaptırımların yanı sıra, hukuki tazmin sorumluluğu da doğmaktadır. Ayrıca, bu fiillerin tüzel kişi yetkilileri tarafından işlenmesi halinde, halka açık ortaklığın yönetim kurulu üyeliğinden men edilme, yerine bağımsız bir yönetim kurulu üyesi atanması, tesis edilecek para cezasının zarar gören yatırımcılara dağıtılması gibi etkili ve caydırıcı mekanizmalar öngörülmüştür. Dolayısıyla, piyasanın kötüye kullanılmasının yasaklanmasına ilişkin ABD düzenlemelerinin Türk hukukundan bağımsız olarak incelendiği bu çalışmada yer verilen değerlendirmeler, Türk sermaye piyasası hukukunda piyasa dolandırıcılığına

* **Başuzman Hukukçu**, Sermaye Piyasası Kurulu / ANKARA, e-posta: secil.coskun@spk.gov.tr,

ORCID: 0000-0001-9504-402X

DOI: 10.34246/ahbvuhfd.1079016

Yayın Kuruluna Ulaştığı Tarih: 25/02/2022

Yayımlanmasının Uygun Görüldüğü Tarih: 17/06/2022

ilişkin mevcut yasal düzenleme değişiklikleri bakımından yol gösterici olabilecek niteliktedir.

Anahtar Kelimeler: *Piyasanın Kötüye Kullanılması, Manipülasyon, Piyasa Dolandırıcılığı, Muhbirlük Sistemi, Sermaye Piyasası Hukuku.*

MARKET MANIPULATION REGULATIONS AND SANCTIONS FOR THIS ACT IN THE UNITED STATES OF AMERICA

ABSTRACT

The problem of market abuse has emerged in the United States of America (USA) since the early 1920s. In this context, market abuse, which includes insider trading and market manipulation, and is called as the main heading, is prohibited both at the federal level and in all states. Especially the regulations on the prohibition of market abuse at the state level have played a vital role in preventing illegal activities in the financial markets in the USA. Since the concept of “manipulation” is used synonymously with the concept of “market manipulation” in the doctrine, both terminologies will be included in our study. In this study, first, the regulations in California, Delaware and Washington will be briefly mentioned, and then the regulatory approach to market manipulation at the federal level will be emphasized. The regulations at both the federal and state levels in the USA form the basis for the approaches to prohibit market abuse in the financial markets, which are discussed in the doctrine today. A legal liability for damages as well as criminal and administrative sanctions arises for any person who commits market manipulation in the USA. Also, if such act is committed by a legal entity official, effective and deterrent mechanisms such as disqualifying such person from being a member of the board of directors of the publicly-held corporation, replacing such person with an independent member of the board of directors, and distributing the fine to injured investors, are stipulated. Thus, the evaluations in this study to review the US regulations on the prohibition of market abuse irrespective of the Turkish law can be a guide for the amendments of legal regulations to be issued regarding market manipulation in the Turkish capital market law.

Keywords: *Market Abuse, Market Manipulation, Market Fraud, Whistleblowing, Capital Markets Law.*

I. EYALETLER DÜZEYİNDE PİYASA DOLANDIRICILIĞINA İLİŞKİN ÖNGÖRÜLEN HÜKÜMLER VE YAPTIRIMLAR

A. Kaliforniya

1. Piyasa Dolandırıcılığında Yasaklanan İşlemler

Kaliforniya Şirketler Kanunu'nun (*The California Corporation Code*)¹ "Menkul Kıymetler (*Securities*)" olarak adlandırılan 4'üncü başlığı altında piyasa dolandırıcılığı; işlem bazlı, bilgi bazlı, emtia² bazlı ve diğer manipülatif (internet, franchise temelli piyasa dolandırıcılığı) işlemlerden oluşmaktadır³.

İşlem bazlı piyasa dolandırıcılığı aşağıdaki işlemleri kapsamaktadır⁴:

- ✓ Menkul kıymetlerin fiyatını manipüle edecek yapay veya hileli araçlar kullanmak⁵,
- ✓ Menkul kıymetin mülkiyet hakkında değişiklik içermeyen etkili bir işlem gerçekleştirmek,
- ✓ Aynı veya farklı kişiler tarafından, aynı fiyattan ve/veya aynı zamanda aynı emirlerin girildiği bilgisi ile herhangi bir menkul kıymeti satın alma veya satma emri vermek,
- ✓ Tek başına veya diğer kişilerle, bir menkul kıymetin alım veya satımını tetiklemek amacıyla o menkul kıymetin fiyatını düşürmek veya yükseltmek için görünüşte veya yasal işlemler gerçekleştirerek seri işlemler yapmak.

¹ The California Corporations Code, <<https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/codesTOCSelected.xhtml?tocCode=CORP&tocTitle=+Corporations+Code+-+CORP>>, Erişim tarihi 9 Eylül 2021.

² "Emtia", ticari mal anlamında kullanılmakta olup tarımsal, hayvansal ürünler, orman ürünleri, değerli ve/veya ağır metaller, elektrik enerjisi, doğalgaz vb. enerji ürünleri, petrol ve türev ürünleri, ham madde, emisyon ürünleri ve kimyasal ürünler spot piyasalarda işlem gören emtialara örnek olarak gösterilebilir (Özcan Çikot, "Emtia Borsaları", *Sermaye Piyasasında Gündem*, (90), 2010, <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2010_gundem_201002.pdf>, Erişim tarihi 27 Ağustos 2019, s.7).

³ Kaliforniya Şirketler Kanunu'nun 4 numaralı ana başlığının "Menkul Kıymetler Hukuku 1968 (*Corporate Securities Law of 1968*)" başlıklı 1 inci Bölümünün "Hileli ve Yasaklanmış İşlemler (*Fraudulent and Prohibited Practices*)" başlıklı 5 inci Kısmı'nda işlem bazlı ve bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı, "Emtialar (*Commodities*)" başlıklı 4.5. numaralı bölümde emtia bazlı piyasa dolandırıcılığı ve "Franchise Yatırım Hukuku (*Franchise Investment Law*)" başlığı altında yer alan 5 inci bölümde ise franchise bazlı piyasa dolandırıcılığı düzenlenmiştir.

⁴ The California Corporations Code, sec. 25400.

⁵ The California Corporations Code, sec. 25541.

Bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı ise, menkul kıymetin alım veya satımını etkilemek amacıyla ilgili menkul kıymetin fiyatını veya değerini düşürmek veya yükseltmek için herhangi bir kişi veya aracı kurum tarafından ilgili “menkul kıymet” üzerinden gerçekleştirilen işlemler ile ilgili olarak yanlış veya yanıltıcı bilgi yaymak olarak tanımlanmaktadır⁶. Ayrıca, fail tarafından menkul kıymetin alımı veya satımıyla ilgili olarak yanlış veya yanıltıcı bilginin sözlü ya da yazılı iletimi de bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı kapsamındadır⁷.

Bu noktada önemle belirtmek gerekir ki, bir menkul kıymetle ilgili yanlış veya yanıltıcı bilginin yayılması, haber yapılması şeklinde gerçekleştirilen piyasa dolandırıcılığı işlemleri veya doğrudan ya da dolaylı olarak gerçekleştirilen diğer manipülatif işlemler bakımından failin hukuki sorumluluğunun doğabilmesi için kasıt unsuru aranmaktadır⁸.

Emtia bazlı piyasa dolandırıcılığında ise;

- ✓ Herhangi bir kimse tarafından kasıtlı olarak yanlış raporlama yapmak,
- ✓ Maddi varlığa ilişkin doğru olmayan açıklama veya yanlış kayıt girmek ve/veya emtiaya, emtia sözleşmesine veya opsiyon sözleşmesine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı açıklama yapmak amacıyla gerçek bilgileri göz ardı etmek⁹,
- ✓ Emtia yatırımcılarını aldatmaya yönelik yürütülen veya yürütülecek olan iş uygulamaları gerçekleştirmek, herhangi bir iş ve işlem ile herhangi bir emtianın alınması veya satılmasını manipüle edecek yapay veya hileli yollara başvurmak

şeklinde belirtilen fiiller yasaklanmıştır¹⁰.

Öte yandan, Kaliforniya'da internet bazlı piyasa dolandırıcılığı, franchise temelli¹¹ piyasa dolandırıcılığı ve diğer manipülatif yöntemler de yaptırıma tabi

⁶ The California Corporations Code, sec. 24500(c)(d).

⁷ The California Corporations Code, sec. 25401.

⁸ The California Corporations Code, sec. 25400, 25401, 25541, 25500, 25501.

⁹ The California Corporations Code, sec. 29536(b).

¹⁰ The California Corporations Code, sec. 29536(a)(c)(d).

¹¹ Kaliforniya Şirketler Kanunu s 31005 hükmünde tanımlanan franchise, bir hizmet veya ürüne ilişkin imtiyaz hakkını haiz olan kişinin, belirli bir sistem ve plan çerçevesinde, bu ürün veya hizmetin satım, alım veya dağıtım hakkını ikinci bir tarafa verdiği, iki veya daha fazla kişi arasında yazılı veya sözlü olarak yapılan sözleşmedir. Örneğin; petrol perakendecileri ile dağıtıcıları arasında franchise sözleşmesi bulunmaktadır.

tutulmaktadır. Örneğin, franchise alımına veya satımına ilişkin olarak bilerek ve isteyerek gerçek olmayan bir açıklama yapmak suç olarak düzenlenmektedir¹².

2. Yaptırımlar ve Hukuki Tazmin Sorumluluğu

a. Cezai yaptırım

Kaliforniya Şirketler Kanunu uyarınca¹³, herhangi bir kişi tarafından kasıtlı olarak işlem veya bilgiye dayalı manipülasyon fiilinin gerçekleştirilmesi durumunda, fail hakkında azami 10 milyon Amerikan doları tutarında adli para cezasına veya Kaliforniya Ceza Kanunu (*California Penal Code*) sec. 1170-(h) uyarınca 2 ila 5 yıl arasında eyalet hapis cezasına veya bu cezaların her ikisine birlikte hükmedilmektedir.

Ayrıca anılan Kanun, ihraççıların piyasa dolandırıcılığı suçu işlemesi halinde, bu kişilere hükmedilecek adli para cezasını, diğer kişilerin bu suçu işlemesi halinde haklarında hükmedilecek azami adli para cezasına göre daha yüksek belirlemiştir. Kaliforniya Şirketler Kanunu 25540(c) hükmünde, “Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası” olarak adlandırılan *Sarbanes-Oxley (The Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002)*¹⁴ sec. 2’de ihraççı olarak tanımlanan kişilerin, piyasa dolandırıcılığı suçu işlemesi halinde, fail hakkında azami 25 milyon Amerikan doları tutarında adli para cezasına veya Kaliforniya Ceza Kanunu uyarınca 2 ila 5 yıl arasında eyalet hapis cezasına veya bu cezaların her ikisine birlikte hükmedileceği düzenlenmiştir.

Öte yandan, Kaliforniya Şirketler Kanunu uyarınca¹⁵, emtia bazlı piyasa dolandırıcılığını gerçekleştiren kişiler hakkında, azami 250 bin Amerikan doları tutarında adli para cezasına veya Kaliforniya Ceza Kanunu uyarınca 2 ila 5 yıl arasında eyalet hapis cezası veya bu cezaların her ikisi birlikte uygulanmaktadır.

Franchise temelli piyasa dolandırıcılığı gerçekleştiren kişi hakkında ise, azami 100 bin Amerikan doları adli para cezasına veya Kaliforniya Ceza Kanunu uyarınca 1 yılı aşmayan eyalet hapis cezasına veya hem adli para cezasına hem hapis cezasına hükmedilmektedir.¹⁶

¹² The California Corporations Code, sec. 31200-31204, 31210, 31211.

¹³ The California Corporations Code, sec. 25540(b).

¹⁴ Sarbanes-Oxley Sarbanes-Oxley (The Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002), <<https://legcounsel.house.gov/Comps/Sarbanes-oxley%20Act%20Of%202002.pdf>>, Erişim tarihi 2 Ocak 2019.

¹⁵ The California Corporations Code, sec. 29550.

¹⁶ The California Corporations Code, sec. 31410.

Ayrıca, Kaliforniya Şirketler Birimi, yukarıda yer verilen piyasa dolandırıcılığı fiillerinden birinin gerçekleştiğine ilişkin bir delilin tespiti halinde, araştırma yapma ve bu araştırmaların sonunda Kaliforniya Savcılığı'na soruşturma için talepte bulunma yetkisini haizdir¹⁷.

Son olarak, Kaliforniya Şirketler Birimi, internet bazlı manipülasyona ilişkin yasaları denetlemek amacıyla "İnternet Şikayetleri Çözüm Birimi" oluşturmuştur¹⁸. Buna göre, internette piyasa dolandırıcılığına ilişkin bir ihlal tespit edildiğinde, bu durum Şirketler Komiseri'ne rapor edilmektedir¹⁹.

b. Hukuki tazmin sorumluluğu

Kaliforniya Şirketler Kanunu uyarınca²⁰, işlem bazlı piyasa dolandırıcılığını gerçekleştiren kişi, manipülatif işlemler nedeniyle ilgili pay piyasasında yapay olarak belirlenen fiyattan pay alım veya satım emri veren yatırımcının uğradığı zararı tazmin etmekle yükümlüdür. Bu çerçevede, manipülatif işlemler dolayısıyla oluşan menkul kıymet fiyatı ile manipülatif işlemler olmaksızın ilgili menkul kıymetin alım veya satımı zamanındaki piyasa değeri arasındaki fark yasal faiziyle birlikte tazmin edilmektedir.

Önemle belirtmek gerekir ki, Kaliforniya Şirketler Kanunu uyarınca, zarar tazmini sadece işlem bazlı piyasa dolandırıcılığı ile sınırlı değildir²¹. Bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığında da, kasıtlı olarak yanlış veya yanıltıcı açıklama yapan kişi, bu açıklama sonucunda, yapay bir fiyat hareketliliğine neden olduğu payı devraldığı veya sattığı kişiye karşı verdiği zararlardan sorumludur. Bu durumda, yanlış veya yanıltıcı bilgi nedeniyle fiyatı veya değeri yapay olarak etkilenen ve üzerinde işlem gerçekleştirilen pay, zarar görenin ya da manipülatörün mülkiyetinde olmasa dahi, zarar gören yatırımcı, zararlarının tazmini talebi ile tazminat davası açma veya alım/satım sözleşmesinin iptaline ilişkin dava açma yetkisini haizdir. Nitekim, Kaliforniya Şirketler Kanunu sec. 25501 uyarınca, sözleşmenin iptali üzerine, alıcı, manipülatörden satın aldığı menkul kıymetten elde ettiği gelirden az olmamak koşuluyla, yasal faiziyle birlikte payın karşılığını alabilir. Satıcı ise, manipülatörün kendisinden satın aldığı paydan elde ettiği gelirden az olmamak koşuluyla, yasal faiziyle birlikte payın karşılığını alabilmektedir.

¹⁷ The California Corporations Code, sec. 25533-25535.

¹⁸ Howard Chitimira, *Market Abuse Regulation In South Africa, The United States Of America And The United Kingdom*, Vernon Press Series In Law, 2018, s. 17.

¹⁹ Chitimira, s.21.

²⁰ The California Corporations Code, sec.25500.

²¹ Chitimira, s. 18.

Ancak, manipülatör, zarar verdiği kişinin, ilgili paya ilişkin bilginin gerçek olmadığını bildiğini veya bilmesi gerektiğini veya kendisinin o bilginin gerçek olmadığını bilmediğini veya bilebilecek durumda olmadığını kanıtlarsa sorumluluktan kurtulmaktadır.

Bu noktada önemle belirtmek gerekir ki, Kaliforniya Şirketler Kanunu sec. 25501 uyarınca, alıcı veya satıcı konumunda olan manipülatörün tazmin edeceği zararın nasıl hesaplanacağına ilişkin bir düzenleme getirilmiştir. Buna göre, manipülatörün alıcı konumunda olduğu durumda, menkul kıymetin satın alındığı tarihten itibaren işleyen yasal faiz ile birlikte hesaplanan alış fiyatı ile elden çıkarıldığı tarihteki değeri (değer hesaplamasına zarar gören tarafından ilgili menkul kıymetten elde edilen gelir de dahildir) arasında oluşan fark, alıcının tazmin edeceği zarar miktarını oluşturmaktadır. Manipülatörün satıcı konumunda olduğu durumda ise, menkul kıymetin şikayet tarihindeki değeri (değer hesaplamasına manipülatör tarafından elde edilen gelir miktarı da dahildir) ile satış işleminden itibaren işleyecek yasal faizi ile birlikte oluşan satış fiyatı arasındaki fark, satıcının tazmin edeceği zarar miktarını oluşturmaktadır.

Bununla birlikte, piyasa dolandırıcılığı suçunu işleyen fail tarafından zarar gören yatırımcının zararının tazminine ilişkin teklif, açılan tazminat davasına ilişkin nihai karar tesis edilmeden önceki herhangi bir zaman diliminde gerçekleştirilebilir. Ayrıca, piyasa dolandırıcılığında zararın tazmininden sadece hukuka aykırı işlemleri gerçekleştirenler değil, bu işlemleri gerçekleştirmeye yardım edenler, azmettirenler ve işlemin gerçekleştirilmesinde hakimiyeti bulunan kişiler de ikincil derecede sorumludur²².

Öte yandan, işlem bazlı ve bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığının aksine, Kaliforniya Şirketler Kanunu'nda, emtiaya dayalı manipülasyon fiilini gerçekleştiren kişiden zarar gören yatırımcıların doğrudan zararını karşılayabileceği özel bir hukuki sorumluluk mekanizması öngörülmemiştir²³.

Kaliforniya Şirketler Kanunu uyarınca²⁴, franchise alan, franchise veren ya da piyasa dolandırıcılığı fiilinden etkilenen diğer kişilerin uğradıkları zararları, piyasa dolandırıcılığını gerçekleştiren kişiler tazminle sorumludur. Piyasa dolandırıcılığını gerçekleştiren kişiye yardım eden, bu kişiyi azmettiren şahıslar da ikinci derecede müştereken ve müteselsilen zarardan sorumlu olmaktadır²⁵.

²² Chitimira, s. 19.

²³ The California Corporations Code, sec. 29555.

²⁴ The California Corporations Code, sec. 31300.

²⁵ Chitimira, s. 19.

Kaliforniya Şirketler Kanunu uyarınca piyasa dolandırıcılığı gerçekleştiren kişinin kurtuluş beyyinesi getirmesi mümkündür. Bu çerçevede, piyasa dolandırıcılığını gerçekleştiren kişi, zarar gören kişinin gerçek olmayan bilgiyi bildiğini veya kendisinin bu bilginin gerçek olmadığını makul gerekçelerle bilmediğini veya bilemeyecek durumda olduğunu kanıtladığı takdirde, zarardan sorumlu olmaz.

c. İdari yaptırımlar

Kaliforniya Şirketler Birimi (*California Department of Corporations*), internet temelli yatırım teklifleri ve finansal hizmetler üzerinde manipülatif işlemler gerçekleştiren kişilere karşı kınama, lisansı askıya alma, lisans iptali gibi idari yaptırımlar uygulayabilme yetkisini haizdir²⁶. Bununla birlikte, Kaliforniya'da internet temelli piyasa dolandırıcılığının özel olarak yasaklanıp yasaklanmadığı hususunda belirsizlik halen devam etmektedir²⁷.

3. Piyasa Dolandırıcılığını Yasaklayan Hükümleri Uygulayan Yetkili Birimler

Yukarıda ayrıntılı olarak açıklanan piyasa dolandırıcılığı fiillerini yasaklayan mevzuat hükümlerinin uygulanmasında sorumluluk, Şirketler Komiseri bünyesinde oluşturulan Şirketler Birimi ve mahkemelere aittir. Şirketler Komiseri, tesis edilen cezaları uygulama, piyasa dolandırıcılığına ilişkin yapılan şikayetleri araştırma, inceleme, Kaliforniya'daki emtiaların ve yatırımların satılması hususunda kişilere izin belgesi verme yetkisini haizdir²⁸. Ayrıca, Şirketler Komiseri'nin piyasanın kötüye kullanılmasına ilişkin hükümlerin etkin uygulanmasını sağlamak amacıyla mevcut kurallar üzerinde değişiklik yapma, mevcut kuralları yürürlükten kaldırma veya yeni bir kural ihdas etme yetkisi de bulunmaktadır. Bununla birlikte, Kaliforniya'da özellikle piyasanın kötüye kullanılmasına ilişkin yasal mevzuatın uygulanmasına yönelik düzenleyici ve denetleyici bir kurum bulunmamaktadır.

²⁶ Chitimira, s. 19-20.

²⁷ Chitimira, s. 21.

²⁸ Marc S. Crandall, "State Securities Regulation and Internet", *Legislation&Public Policy*, 5(23), 2001, <<https://www.nyujlpp.org/wp-content/uploads/2012/11/Marc-S.-Crandall-State-Securities-Regulation-and-the-Internet.pdf>>, Erişim tarihi 9 Eylül 2021, s.28-30.

B. Delaware

1. Piyasa Dolandırıcılığında Yasaklanan İşlemler

Delaware Menkul Kıymetler Kanunu (*Delaware Securities Act*) uyarınca²⁹, işlem bazlı piyasa dolandırıcılığı yasaklanmıştır. Buna göre, menkul kıymetlerin alım veya satımını yapay veya hileli yollarla manipüle eden kişi piyasa dolandırıcılığında sorumludur. Ayrıca, menkul kıymetin alım veya satımına ilişkin olarak başkalarını aldatmak veya yanıltmak amacıyla açıklama yapan veya gerçek bilgiyi açıklamayı ihmal eden kişi dolandırıcılıktan ve/veya piyasa dolandırıcılığında sorumlu tutulmaktadır³⁰.

Diğer yandan, Delaware Menkul Kıymetler Kanunu, piyasa dolandırıcılığının yatırım danışmanları, aracı kurum temsilcileri/yetkilileri gibi profesyonel kişiler tarafından işlenmesinin önlenmesini teminen, bu kişilerin hukuka aykırı menkul kıymet alım satımını özel olarak yasaklamıştır³¹. Bununla birlikte, Kaliforniya Şirketler Kanunu'nun aksine, Delaware'de emtia bazlı piyasa dolandırıcılığı ayrı ve özel bir hükümle düzenleme altına alınmamıştır.

2. Yaptırımlar ve Hukuki Tazmin Sorumluluğu

a. Cezai yaptırım

Delaware Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec.73-604 uyarınca, işleme ve bilgiye dayalı manipülasyon neticesinde işlemi gerçekleştiren kişi hakkında uygulanacak yaptırımın miktarı yatırımcıların uğradığı zarar miktarına göre değişmektedir. Bu kapsamda, üzerinde manipülatif işlem gerçekleştirilen bir menkul kıymet alım satımı sonucunda 50 bin Amerikan doları veya bu tutarın üzerinde bir zarara uğramışsa, hukuka aykırı işlemi gerçekleştiren kişi hakkında uygulanacak hapis cezasının üst sınırı beş yıldır. İlgili kişi hakkında 5 yıla kadar hapis cezası tesis edilebileceği gibi hapis cezasına seçimlik olarak üst sınırı 200 bin Amerikan Dolarına kadar adli para cezası veya her iki yaptırım birlikte uygulanabilir. Gerçekleştirilen manipülatif işlemler neticesinde yatırımcının 10 bin-50 bin Amerikan doları arasında zararının oluşması durumunda ise, ilgili hakkında uygulanacak hapis cezasının üst sınırı 3 yıl olup bu cezaya seçimlik olarak uygulanacak adli para cezasının üst sınırı 100 bin Amerikan Doları'dır. Fail hakkında hapis cezası veya adli para cezası seçimlik uygulanabileceği gibi her iki yaptırım birlikte uygulanabilir.

²⁹ The Delaware Securities Act, sec. 73-201(1), <http://delcode.delaware.gov/title6/c073/sc02/index.shtml>, Erişim tarihi 3 Ocak 2019.

³⁰ The Delaware Securities Act, sec. 73-201(2).

³¹ Chitimira, s. 24; The Delaware Securities Act, sec. 73-209 ve 73-301.

b. Hukuki tazmin sorumluluğu

Delaware mahkemelerine göre, menkul kıymetin alım veya satımında başkalarını yanıltmak veya aldatmak amacıyla, yanlış veya yanıltıcı açıklamalarda bulunan yönetici, sadakat yükümlülüğünü ihlal etmesi nedeniyle diğer yöneticilere karşı doğabilecek parasal zararlardan sorumludur³². Kaliforniya Kanunlarında ise, piyasa dolandırıcılığı gerçekleştiren kişinin bir diğer yöneticiye karşı tazmin sorumluluğu düzenlenmemiştir.

Öte yandan Delaware Menkul Kıymetler Kanunu³³ uyarınca, gerçek olmayan açıklamalar yapmak suretiyle veya diğer manipülatif yöntemlerle menkul kıymetlere ilişkin alım veya satım emri veren aracı kurum temsilcisi, ihraççı temsilcisi veya diğer kişiler verdikleri zararı tazmin ile sorumludur. Buna göre, piyasa dolandırıcılığı işlemlerini gerçekleştiren kişi, menkul kıymete ödeme yapıldığı zamandan itibaren işleyecek yasal faiz ile birlikte, anılan menkul kıymetten elde edilen gelirden az olmamak üzere, zararı tazmin etmekle yükümlüdür.

Özellikle, mahkeme tarafından, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren kişi hakkında, yargılama masraflarının ödenmesi, zararın tazmini veya bu fiilden elde ettiği menfaatin iadesine hükmedebilmektedir³⁴. Bu yöntem, Delaware finansal piyasalarında, piyasa dolandırıcılığı ile mücadelede caydırıcı bir rol oynamaktadır.

c. İdari yaptırım

Delaware Menkul Kıymetler Kanunu uyarınca³⁵, Menkul Kıymetler Komiseri piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren ve/veya bu kişilere yardım edenler hakkında idari işlem, idari para cezası, işlem yasağı veya kamu yararını ilgilendiren durumlarda idari yaptırım uygulama yetkisini haizdir. Menkul Kıymetler Komiseri, piyasa dolandırıcılığına ilişkin gerçekleştirilen inceleme ve araştırma masraflarının yanı sıra Menkul Kıymetler Kanunu'nda belirtilen her bir hükmün ihlali için azami 10 bin Amerikan doları tutarında idari para cezası uygulama yetkisini haizdir.

3. Piyasa Dolandırıcılığını Yasaklayan Hükümleri Uygulayan Yetkili Birimler

³² *Malone vs Brincat* (1998) kararında şirketin finansal durumuna ilişkin yanlış veya yanıltıcı açıklama yapan yöneticinin, sadakat ve özen yükümlülüğü uyarınca sorumlu olduğu ancak piyasa dolandırıcılığını yasaklayan cezai hükümlere tabi olmadığı belirtilmiştir (Nicole M. Kim, "Malone v. Brincat: The Fiduciary Disclosure Duty of Corporate Directors Under Delaware Law", *Washington Law Review*, 74(4), 1999, <<https://digitalcommons.law.uw.edu/wlr/vol74/iss4/5/>>, Erişim tarihi 14 Nisan 2021, s. 1152; Chitimira, s. 24, dn. 86).

³³ The Delaware Securities Act, sec. 73-(605)(a)(b).

³⁴ Chitimira, s. 26.

³⁵ The Delaware Securities Act, sec. 73-601.

Kaliforniya’da olduğu gibi, Delaware’de de özellikle piyasanın kötüye kullanılmasına ilişkin yasal mevzuatın uygulanmasına yönelik düzenleyici ve denetleyici bir kurum bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Delaware eyaleti, sermaye piyasasının kötüye kullanılması faaliyetleri ile mücadele etmek için etkin ve özel önlemlerin yanı sıra gelişmiş ceza hukuku prensipleri ve standardize edilmiş hukuk kurallarını benimsemiştir³⁶. Bu çerçevede, Delaware Yüksek Mahkemesi, Temyiz Mahkemesi, Delaware Genel Meclisi, Şirketler Hukuku Konseyi ve Menkul Kıymetler Birimi sermaye piyasası hukukuna ilişkin mevzuatı uygulamak ile yükümlüdür³⁷. Kaliforniya’dan farklı olarak, Delaware özel bir ticaret mahkemesine sahiptir.

Delaware Menkul Kıymetler Komiseri, piyasanın kötüye kullanılmasına yönelik olarak gerçekleştirilen şüpheli işlemleri soruşturma yetkisini sahiptir. Komiser, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren kişi hakkında idari para cezası tesis etme yetkisinin yanı sıra, işlem yasağı gibi idari tedbirler uygulama yetkisini de haizdir.

Öte yandan, Delaware Muhbir Koruma Kanunu³⁸ (*Delaware Whistle Blower Protection Act*) uyarınca, piyasanın kötüye kullanılması fiilini gerçekleştiren kişilerden çekinmeksizin, bu kişilerin işlediği hukuka aykırı fiillere yönelik ihlalleri belirli şartlar altında raporlamayı öngören yasal bir muhbirlik sistemi düzenlenmiştir.

Görüldüğü üzere, Delaware eyaleti piyasanın kötüye kullanılmasının yasaklanmasına ilişkin düzenlemelerin uygulanmasında etkinliğin sağlanmasını teminen standardize edilmiş özel hukuk kurallarının yanı sıra esnek ve sürdürülebilir gelişmiş ceza hukuku kurallarını benimsemiştir. Bu nedenle bazı yazarlar, Delaware eyaletini “Şirketler cenneti” olarak tanımlamaktadır³⁹.

³⁶ Lucian A. Bebchuk/Assaf Hamdani, “Federal Corporate Law: Lessons From History”, *Columbia Law Review*, (106), 2006, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=927008&download=yes> Erişim tarihi 8 Ocak 2019, s. 35-37.

³⁷ Mark J. Roe, “Delaware And Washington As Corporate Lawmakers”, *Delaware Journal Of Corporate Law*, 34(1), 2009, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1396886> Erişim tarihi 8 Ocak 2019, s. 8-12.

³⁸ Delaware Code, Ch 17 sec. 1703-1704, <<http://delcode.delaware.gov/title19/c017/index.shtml>>, Erişim tarihi 8 Ocak 2019.

³⁹ Bebchuk/Hamdani, s.1-5; Aynı yönde bkz. Chitimira, s. 29.

C. Vaşington

1. Piyasa Dolandırıcılığında Yasaklanan İşlemler

Vaşington Menkul Kıymetler Kanunu⁴⁰ (*Securities Act of Washington*) uyarınca, işlem bazlı ve bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı yasaklanmıştır. Hem işlem bazlı hem bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığının yasaklanmasının temel amacı, manipülatif fiillerin kasıtlı olarak gerçekleştirilmesinin ve piyasaya zarar verilmesinin önüne geçilmesidir.

Doğrudan veya dolaylı olarak bir menkul kıymetin alım veya satımına ilişkin olarak, yapay veya hileli işlemler gerçekleştirilmesi fiilleri işlem bazlı piyasa dolandırıcılığı kapsamında yasaklanan fiillerdir⁴¹. Ayrıca, bir menkul kıymetin alımı veya satımı için başkalarına tavsiye vermek veya onları etki altına almak amacıyla ticari hayatın olağan kurallarına ve dürüstlük ilkesine aykırı olarak hileli veya yapay işlemler gerçekleştirmek de yasağın kapsamına dahildir⁴². Buna göre, yatırım danışmanı, aracı kurum temsilcisi veya menkul kıymetin alım veya satımına ilişkin başkasının veya kendisinin hesabını kullanmak suretiyle kasıtlı olarak manipülatif işlemler gerçekleştiren kişiler piyasa dolandırıcılığı fiilinden sorumludur⁴³.

Vaşington Menkul Kıymetler Kanunu uyarınca⁴⁴, işlem bazlı piyasa dolandırıcılığının yanında bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı da yasaklanmıştır. Buna göre, bir menkul kıymetin alım veya satımını etkilemek amacıyla menkul kıymete ilişkin bir dokümanda yer alan bilgileri gerçeğe uygun şekilde açıklamamak veya menkul kıymet hakkında yanlış veya yanıltıcı bilgi vermek bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı olarak tanımlanmaktadır.

Öte yandan, Vaşington Emtia İşlemleri Kanunu (*Commodity Transaction Act*)⁴⁵, emtia sözleşmelerinde veya opsiyon sözleşmelerinde, doğrudan veya dolaylı olarak alım veya satımı etkilemek amacıyla hileli veya yapay işlemlerle gerçekleştirilen piyasa dolandırıcılığı fiillerini de yasaklamaktadır. Ayrıca, emtia veya opsiyon sözleşmelerinde alım veya satımı etkilemek amacıyla, yanlış veya yanıltıcı rapor hazırlamak, kayıt tutmak, açıklama yapmak veya gerçek bilgileri

⁴⁰ Securities Act of Washington, <<https://apps.leg.wa.gov/RCW/default.aspx?cite=21.20>>, Erişim tarihi 11 Ocak 2019.

⁴¹ The Securities Act Of Washington, sec. 21.20.010(01).

⁴² Chitimira, s.30.

⁴³ The Securities Act Of Washington, sec. 21.20.020(02).

⁴⁴ The Securities Act Of Washington, sec. 21.20.010(02).

⁴⁵ The Commodity Transaction Act, sec. 21.30.060, <<https://app.leg.wa.gov/RCW/default.aspx?cite=21.30.060>>, Erişim Tarihi 12 Ocak 2019.

açıklamayı kasıtlı olarak ihmal etmek de piyasa dolandırıcılığı fiili kapsamında yasaklanan işlemlerdir⁴⁶.

2. Yaptırımlar ve Hukuki Tazmin Sorumluluğu

a. Cezai yaptırım

Vaşington Menkul Kıymetler Kanunu uyarınca⁴⁷, işlem bazlı veya bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı fiillerini kasıtlı olarak gerçekleştiren kişiler hakkında, ağır suçların (*felony*) yer aldığı B grubu suçlar hakkında öngörülen yaptırımlar uygulanmaktadır. Buna göre⁴⁸, bu fiilleri işleyen kişiler hakkında B grubu suçlar bakımından öngörülen azami 10 yıl süreli hapis cezasına veya mahkemenin takdir edeceği tutarda azami 20 bin Amerikan doları adli para cezasına veya hem hapis hem de adli para cezasına hükmedilmektedir.

Öte yandan, bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı kapsamında, bir belgeye ilişkin kayıtları kasıtlı olarak saklayan, imha eden, değiştiren veya buna teşebbüs eden kişi hakkında, bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı kapsamında sayılan diğer fiillere kıyasla daha ağır bir yaptırım öngörülmektedir. Bu fiilleri işleyen kişi hakkında, B sınıfı suçlar için öngörülen cezaya veya azami 500 bin Amerikan doları adli para cezasına veya her iki yaptırıma birlikte hükmedilmektedir.

Emtia bazlı piyasa dolandırıcılığı fiilini kasıtlı gerçekleştiren kişi hakkında uygulanacak adli para cezasının üst sınırı 20 bin Amerikan doları, seçimlik olarak uygulanacak hapis cezasının üst sınırı ise 10 yıldır. Fail hakkında adli para cezası veya hapis cezası seçimlik olarak uygulanabileceği gibi her iki cezanın birlikte tesis edilmesi mümkündür⁴⁹. Bununla birlikte, anılan fiillerin hukuka aykırı olduğunu bilmediğini veya bu fiilleri iyi niyetle gerçekleştirdiğini kanıtlayan kişiler hakkında cezaya hükmolünmemaktadır.

b. Hukuki tazmin sorumluluğu

Hem işlem bazlı hem bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı bakımından failin hukuki sorumluluğu Vaşington Menkul Kıymetler Kanunu'nda özel olarak düzenlenmiştir. Buna göre⁵⁰, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren kişi, olağandışı işlemleri nedeniyle etkilediği menkul kıymeti alan veya satan kişiye karşı, o menkul kıymetten elde edilen gelirden az olmamak şartıyla, uğranılan zarardan,

⁴⁶ The Commodity Transaction Act, sec. 21.30.070.

⁴⁷ The Securities Act of Washington, sec. 21.20.400.

⁴⁸ The Securities Act of Washington, sec. 9A.20.21 hükmünde B grubu suçlar hakkında uygulanacak maksimum cezalar belirlenmiştir.

⁴⁹ The Commodity Transaction Act, sec. 21.30.140.

⁵⁰ The Securities Act of Washington, sec. 21.20.430(1).

mahkeme ve avukatlık masraflarından yıllık %8 yasal faizle birlikte sorumludur. Tazmin edilecek zarar, manipülatif işlemler gerçekleştirilen menkul kıymetin satın alındığı veya satıldığı andaki değerini ve işlemin yapıldığı tarihten itibaren işleyecek yasal faizini kapsamaktadır. Ayrıca, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren kişiyi azmettiren ve bu kişiye doğrudan ya da dolaylı olarak yardım eden kişiler de zararın tazmininden müştereken ve müteselsilen sorumludur.

c. İdari yaptırım

Finansal Kurumlar Genel Müdürü (*The Director of Financial Institutions*), piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren kişilere karşı, işlem yasağı uygulama, işlemlerini geçici olarak durdurma, idari para cezası gibi çeşitli idari tedbir ve yaptırımları uygulama yetkisini haizdir⁵¹. Örneğin, Genel Müdür, bir menkul kıymetin alımı veya satımını etkilemek amacıyla o menkul kıymete ilişkin yanlış veya yanıltıcı açıklama yapılması halinde, yanlış veya yanıltıcı açıklama düzeltilinceye kadar, o menkul kıymet üzerinde işlem yapılmasını askıya alabilme yetkisini haizdir. Benzer yaptırımlar, emtia bazlı piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren kişiler bakımından da uygulanmaktadır⁵². Finansal Kurumlar Genel Müdürü, mahkemeye emtia sözleşmeleri üzerinden gerçekleştirilen şüpheli ve hileli işlemleri bildirmekle yükümlüdür.

3. Piyasa Dolandırıcılığını Yasaklayan Hükümleri Uygulayan Yetkili Birimler

Vaşington'da, Finansal Kurumlar Genel Müdürü, Finansal Kurumlar Birimi (*The Department Financial Institutions*) ve mahkemeler piyasanın kötüye kullanılmasına ilişkin yasal düzenlemelerin uygulanmasından sorumludur⁵³. Finansal Kurumlar Genel müdürü tarafından piyasa dolandırıcılığı fiillerini gerçekleştiren kişilere karşı idari, hukuki ve cezai yaptırımlar uygulanabilmektedir. Örneğin, piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen aracı kurum temsilcisi, yatırım danışmanı, satış temsilcisi ise, bu kişilerin lisanslarını askıya alma, iptal ettirme veya bu kişiler hakkında kınama cezası verme yetkisini haizdir.

Ayrıca, Finansal Kurumlar Genel Müdürü piyasa dolandırıcılığına yönelik ihlalleri soruşturma ve inceleme yetkisini de haizdir. Delaware eyaletinden farklı olarak, Vaşington Menkul Kıymetler Kanunu, Finansal Kurumlar Genel Müdürü'ne, kamu yararının mevcut olması halinde, piyasa dolandırıcılığına ilişkin yürütülen

⁵¹ The Securities Act of Washington, sec. 21.20.280.

⁵² The Commodity Transaction Act, sec. 21.30.110, 120, 130, 200, 350.

⁵³ Chitimira, s. 33.

soruşturmayı kamuya açıklama yetkisi vermiştir⁵⁴. Bunun yanı sıra, Finansal Kurumlar Genel Müdürü, Menkul Kıymetler Kanunu'ndaki hükümleri ihlal eden kişiye karşı mahkeme emri çıkartma, faaliyetten men, işlemlerini geçici durdurma veya iptal kararı alabilmektedir⁵⁵.

Delaware ve Kaliforniya'dan farklı olarak, Vaşington'da piyasa dolandırıcılığı hükümlerinin uygulanmasını sağlayan Finansal Kurumlar Genel Müdürü'ne eyaletler arasında ve federal düzeydeki yetkili otoriteler ile piyasa dolandırıcılığı hükümlerinin ihlaline karşı etkin bir mücadelenin sağlanması amacıyla işbirliği yapma imkanı tanınmıştır.

Öte yandan, Finansal Kurumlar Genel Müdürü'nün piyasa dolandırıcılığı hükümlerini ihlal eden kişiler hakkında aldığı kararları uygulamasında, mahkemeler kilit rol oynamaktadır. Zira, idari bir merci tarafından alınan kararın hukuka uygunluk denetimini mahkemeler yapmaktadır⁵⁶.

Ayrıca, Vaşington'da diğer eyaletlerden farklı olarak, piyasa dolandırıcılığı fiilinden zarar gören mağdurların, doğrudan zararlarının tazmini için özel hukuk hükümlerine ve ceza hukuku yaptırımlarına başvurma hakkı, herhangi bir eyalet yasasıyla veya federal düzeyde bir yasayla sınırlandırılmamaktadır⁵⁷. Dolayısıyla, Vaşington yasaları, piyasanın kötüye kullanılmasına ilişkin hükümlerin uygulanması ve geliştirilmesinde hem eyaletler düzeyinde hem de federal düzeyde kanun koyucuları etkilemektedir⁵⁸.

4. Eyaletlerin Piyasa Dolandırıcılığına İlişkin Düzenlemelerine Yönelik Genel Değerlendirme

Yukarıda ayrıntılı olarak yer verilen eyalet yasaları incelendiğinde, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştirdiği tespit edilen kişiler hakkında, hükmedilen para cezaları miktarlarının oldukça yüksek olduğu, 10 yıla varan hapis cezalarının uygulandığı görülmektedir. Öyle ki, Kaliforniya'da, fiili işleyen kişinin niteliğine göre verilecek adli para ve hapis cezasının miktarı değişmekte olup piyasa dolandırıcılığı suçunu işleyen kişinin ihraççı olması durumunda 25 milyon Amerikan dolarına kadar adli para cezasına hükmedilebilmektedir. Ayrıca, piyasa dolandırıcılığının yatırım danışmanları, aracı kurum temsilcileri gibi profesyonel kişiler tarafından işlenmesinin önlenmesini teminen, bu kişilerin hukuka aykırı

⁵⁴ The Securities Act of Washington, sec. 21.20.370.

⁵⁵ The Securities Act of Washington, sec. 21.20.390.

⁵⁶ Chitimira, s. 34.

⁵⁷ The Securities Act of Washington, sec. 21.20.420-430. The Commodity Transactions Act, sec. 21.30.370.

⁵⁸ Roe, s. 5-9.

menkul kıymet alım satımı fiilleri özel olarak yasaklanmış ve daha ağır yaptırıma tabi tutulmuştur.

Bununla birlikte, anılan eyaletlerde piyasa dolandırıcılığı fiilinin işlenmesine karşı getirilen etkin ve caydırıcı düzenlemelerden biri de hukuki tazmin sorumluluğudur. Buna göre, her eyalette cezai ve idari yaptırım/tedbirlerin öngörülmesinin yanı sıra piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen kişilerin zarar gören yatırımcıların zararını karşılamasına yönelik caydırıcı bir hukuki sorumluluk mekanizması da geliştirilmiştir.

Diğer yandan, işlem bazlı piyasa dolandırıcılığının kanıtlanmasının son derece güç olduğu hususu göz önünde bulundurulduğunda, herhangi bir cezalandırılma korkusu olmaksızın, kanun tarafından özel bir bağışıklık ile koruma altına alınan ve belirli koşulları sağlaması halinde ödüllendirilen muhbirler tarafından piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen kişilerin ihbar edilmesini sağlayan özel bir muhbirlik sistemi öngörülmesi de, hukuka aykırılığın ortaya çıkarılmasında soruşturma makamlarının yürüttüğü denetim ve incelemeleri oldukça kolaylaştırmaktadır.

Görüldüğü üzere, ABD'de eyalet düzeyinde piyasa dolandırıcılığı fiilini yasaklayan ve yaptırıma bağlayan birçok farklı yasa ve birden çok uygulayıcı birim bulunmasına rağmen, piyasanın kötüye kullanılmasına ilişkin uygulamaları en aza indirmek için etkin ve yaygın bir mücadele verilmektedir.

II. FEDERAL DÜZEYDE PİYASA DOLANDIRICILIĞINA İLİŞKİN ÖNGÖRÜLEN HÜKÜMLER VE YAPTIRIMLARI

1929 yılında finansal piyasalarda yaşanan büyük ekonomik kriz sonrasında “Yeni Dönem Yasaları” olarak adlandırılan 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (*Securities Act of 1933*)⁵⁹ ve 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nda (*Securities Exchange Act of 1934*)⁶⁰ piyasa dolandırıcılığı fiilinin de aralarında bulunduğu piyasanın kötüye kullanılması ve hileli işlemler düzenleme altına alınmıştır⁶¹.

⁵⁹ Securities Act of 1933, <<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>>, Erişim tarihi 13 Ocak 2019.

⁶⁰ Securities Exchange Act of 1934, <<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>>, Erişim tarihi 13 Ocak 2019.

⁶¹ Emilius Avgouleas, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse, A legal And Economic Analysis*, Oxford University Press, 2005, s. 174-175.

A. Piyasa Dolandırıcılığında Yasaklanan İşlemler

1. 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (*Securities Act of 1933*)

1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu sec. 17 (a) uyarınca, sermaye piyasası araçlarının alımı veya satımı sırasında;

- ✓ Hileli veya yapay yollara başvurmak,
- ✓ Şirket için gerekli ve önemli bir bilgiyi saklamak veya bu bilgiye ilişkin yanlış açıklama yapmak suretiyle para veya malvarlığı kazancı elde etmek,
- ✓ Alıcılara hileli veya aldatıcı işlemler yaptıran davranışlar gerçekleştirmek yasaklanmıştır⁶².

Bu hükmün getirilmesinin temel amacı, sermaye piyasası aracını ihraç eden ihraççılara ilişkin özellikli bilgilerin koruma altına alınmasını sağlamak ve yeni ihraçlara ilişkin şirketlerin yanlış veya yanıltıcı açıklamalarına karşı yatırımcıları korumaktır. Dolayısıyla, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nda doğrudan piyasa dolandırıcılığı fiili yasaklanmamakla birlikte, sermaye piyasalarında bilginin tam, doğru, eksiksiz ve zamanında açıklanmasını ifade eden kamuyu aydınlatma ilkesi yasal zeminde düzenlenmiştir.

2. 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (*Securities Exchange Act of 1934*)

1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu, birinci el piyasaları⁶³ esas alması ve bu piyasada açıklanan bilgilerin ikinci el piyasada güncelliğini kaybetmesi nedeniyle, ikinci el piyasalarda gerçekleştirilen manipülatif işlemlerin engellenmesinde yetersiz kalmıştır⁶⁴. Bu kapsamda, ikinci el piyasalarda kamunun aydınlatılması ilkesini esas alan 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (SEA) çıkarılmıştır.

⁶² Cihangir Kaval, *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Piyasa Dolandırıcılığı ve Bilgi Suistimali Suçları*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2015, s. 55.

⁶³ Birinci el piyasalar, yeni ihraç edilen sermaye piyasası aracının, bu aracı satın alan yatırımcılara, bedeli mukabilinde teslim edildiği piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Bir başka deyişle, 6362 sayılı SPKn md.3/1-(ş) maddesinde tanımlanan sermaye piyasası araçlarının ihracı sırasında alım satım işlemleri birinci el piyasada gerçekleştirilmektedir (Tekin Memiş/Gökçen Turan, *Sermaye Piyasası Hukuku*, Seçkin Yayınevi, 2017, s. 27-28)

⁶⁴ Halil İbrahim Kütük, *Sermaye Piyasasında Manipülasyon, Cezai Ve Hukuki Sonuçları*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Isparta 2010, s. 51; Mustafa İhtiyar, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, Beta, 2006, s. 31.

1934 tarihli SEA'da ilk kez piyasa dolandırıcılığı fiili yasaklanmıştır. Buna göre, SEA sec. 9-(a) hükmünün birinci ve ikinci alt bentleri uyarınca, borsaya kayıtlı menkul kıymetler üzerinde kasıtlı olarak gerçekleştirilen pek çok aldatıcı hareket, örneğin “mülkiyette değişiklik yaratmayan yıkama satışları” (*wash sales*), “eşleşen emirler” (*match order*), “menkul kıymetin alım veya satımını düşüren/yükselten seri işlemler” (*pump and dump-P&D scheme*), “menkul kıymetin alım satımına ilişkin aracılık işlemlerini yanlış ya da tedbirsiz şekilde gerçekleştirmek” (*false or reckless touting*), “menkul kıymet üzerinde işlem yapmayı teşvik etmek amacıyla söylentiler çıkarmak” (*spreading of rumours*) piyasa dolandırıcılığına vücut verdiği için yasak kapsamına alınmıştır.

SEA sec. 9-(a)'da yer verilen işlem kalıplarına ek olarak, doktrinde manipülatif işlem olarak kabul edilen belirli yöntemler bulunmaktadır⁶⁵. Belirli bir organizasyon dahilinde birlikte hareket etmek suretiyle “Yatırımcı Grubu” olarak adlandırılan kişiler tarafından gerçekleştirilen işlemler “*pool operations*” olarak adlandırılmaktadır⁶⁶. Diğer yandan, ilgili sermaye piyasası aracında talebi yapay olarak artırmaya yönelik olarak, seri şekilde alım emri vermek “*rigged prices*” şeklinde tanımlanmıştır⁶⁷. Bunların dışında, kural olarak olağan borsa işlemi olarak kabul edilmekle birlikte, açığa satış (*short sales*)⁶⁸ işleminde, ödünç alınan ilgili finansal aracın fiyatını düşürmek amacıyla gerçekleştirilen yanıltıcı işlemler de manipülatif nitelikte kabul edilmektedir. Ayrıca, yatırımcıların kâr elde etme amacıyla ilgili sermaye piyasası aracının fiyatını düşürmek için, yüksek miktarda satış yapması “*bear raid*”⁶⁹ olarak tanımlanmaktadır. Son olarak, doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek bir referans değer üzerinde yalan, yanlış veya yanıltıcı işlem gerçekleştirmek “*benchmark*

⁶⁵ Seçil Çoşkun, *Sermaye Piyasası Hukukunda Piyasa Dolandırıcılığı (6362 Sayılı SPKn Md.107)*, On İki Levha, 2021, s. 88.

⁶⁶ Jerry Markham, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, M.E.Sharpe, 2014, s. 62 vd.

⁶⁷ Bryan A. Garner/Henry Campbell, *Black's Law Dictionary*, 9. Bası, St. Paul MN, 2009, s. 1436

⁶⁸ “Açığa satış gerçekleştiren yatırımcılar, ilgili menkul kıymetin fiyatının düşeceği beklentisi ile hareket etmekte ve yüksek olduğunu düşündükleri fiyat seviyesinden, mülkiyetlerinde bulunmayan ilgili menkul kıymeti ödünç almak suretiyle satış yapmaktadırlar. Takas zamanında ise, ilgili menkul kıymeti daha düşük fiyattan satın alıp ödünç aldıkları kişiye geri vermekte ve aradaki fiyat farkı karlarını oluşturmaktadır. Dolayısıyla, açığa satış, ileride fiyat düşüşü olacağı beklentisiyle ödünç alınan menkul kıymetin satılması işlemidir.” (Serkan Karabacak, *Açığa Satış İşlemleri*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2002, <<http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/429> > Erişim tarihi 20 Ocak 2019, s.1).

⁶⁹ ‘Bear Raid’ Stock Manipulation: How and When It Works, and Who Benefits, <<https://knowledge.wharton.upenn.edu/article/bear-raid-stock-manipulation-how-and-when-it-works-and-who-benefits/> >, Erişim tarihi 13 Eylül 2019.

distortion”⁷⁰ olarak adlandırılmakta ve manipülatif yöntemler arasında sayılmaktadır.

Diğer yandan, SEA sec. 9-(a) maddesinin üç, dört ve beşinci alt bentleri uyarınca, menkul kıymetler ile ilgili olarak yanlış, yanıltıcı veya aldatıcı bilgiler açıklamak, bir başka deyişle bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı fiili yasaklanmıştır.

Anılan Kanun, Amerikan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu’na (SEC) “aldatıcı, hileli veya manipülatif uygulamaları” tanımlama ve bu uygulamaların önlenmesi için kural ihdas etme yetkisi tanımaktadır⁷¹. Ayrıca, failin veya faille birlikte hareket eden kişilerin kasıtlı olarak piyasa dolandırıcılığı eylemini gerçekleştirdiklerinin SEC tarafından ispat edilmesi gerekmektedir⁷².

Diğer yandan, 1934 tarihli SEA 10-(b) hükmü, “yatırımcıları zarara uğratmak amacıyla borsaya kote edilen veya edilmeyen menkul kıymetin alım veya satımı ile ilgili olarak doğrudan ya da dolaylı olarak aldatıcı veya manipülatif yöntemlerin kullanılmasını veya SEC’nin kamu yararı veya yatırımcıların korunması amacıyla uygun gördüğü kurallara aykırı şekilde hareket edilmesini” yasaklamaktadır.

Anılan düzenleme, sermaye piyasalarında menkul kıymetlerin alım veya satımıyla ilgili olarak her türlü hileli veya aldatıcı davranışı yasak kapsamına almış olup çerçeve düzenleme niteliğini haizdir⁷³. Bununla birlikte, bu madde, çok geniş ve yoruma açık olması nedeniyle doktrinde eleştirilmiş ve anılan maddenin pek çok ticari işlemin yasaklanmasına neden olabileceği ve olağan ticari hayatı önemli ölçüde sekteye uğratacağı ileri sürülmüştür⁷⁴.

⁷⁰ “Referans değer, piyasa araştırması veya değer hesaplamasına dayalı fiyat, değer veya diğer verilerin, bir ya da birden fazla dayanak varlığın, fiyat, oran ya da faiz ölçümüdür. Faiz oranları, yabancı para kurları, altın, paladyum, petrol, doğalgazın fiyatlarını belirleyen endeksler buna örnek gösterilebilir. Referans değer tüketici kredilerinden uzun vadeli emtia sözleşmelerine, kompleks türev araçlara dayalı sözleşmelere kadar uzanan geniş bir finansal sözleşmeler ağıının içinde bütünleşik ve çeşitli şekillerde bulunmaktadır” (Gina-Gail S. Fletcher, “Benchmark Manipulation”, *Iowa Law Review*, (102), 2017, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2776731>, Erişim tarihi 9 Eylül 2021, s. 1930-1931); Andrew Verstein, “Benchmark Manipulation”, *Boston College Law Review*, 56(1), 2016, s. 215-216; LIBOR manipülasyonu referans değere dayalı piyasa dolandırıcılığına ilişkin en önemli örneklerden biridir (Tom C.W. Lin, “The New Market Manipulation”, *Emory Law Journal*, 66(6), 2017, s. 1253-1281).

⁷¹ Chitimira, s. 57.

⁷² Kaval, s. 55.

⁷³ Ali Hakan Evik, *Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları*, Seçkin Yayınevi, 2004, s. 98.

⁷⁴ Matthijs Nelemans, “Redefining Trade-Based Market Manipulation”, *Valparaiso Law Review*, 42(4), 2008, s.1169-1170; Guido A. Ferrarini, “The European Market Abuse Directive”,

3. SEC'in Piyasa Dolandırıcılığı İle Mücadeleye İlişkin İhdas Ettiği Kurallar

SEC, piyasa dolandırıcılığının da aralarında bulunduğu hileli ve aldatıcı işlemlerle mücadele kapsamında idari işlem tesis etme yetkisi ve bu fiillerin yasaklanmasına yönelik belirli kuralları düzenleme yetkisini haizdir. Zira, 1934 tarihli SEA sec. 10-(b), hileli ve aldatıcı işlemlere yönelik genel nitelikte çerçeve hükümdür⁷⁵. Anılan hükmün verdiği yetki kapsamında, 1942 yılında SEC tarafından, 10(b)-5 kuralı düzenlenmiştir⁷⁶. “Manipülatif Yöntemler ve Aldatıcı Uygulamalar” olarak bilinen 10(b)-5 kuralı uyarınca, “işlem bazlı, bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı fiilleri ile bu fiillerin dışında kalan, herhangi bir kişi üzerinde hileli veya yanıltıcı etki bırakacak her türlü ticari işlem ve uygulamada bulunmak” yasaklanmaktadır⁷⁷.

Amerikan hukukundaki düzenlemelerde, manipülasyonun kesin bir tanımı yapılmamakla birlikte, Amerikan Yüksek Mahkemesi tarafından SEC'nin yukarıda yer verilen 10(b)-5 kuralına dayalı olarak, “manipülasyon” tanımı yapılmıştır. Bu kapsamda, Mahkemece, manipülasyon fiilinin gerçekleştirildiği iddialarına yönelik davalarda, fiilde “aldatma” unsurunun varlığı incelenmiştir

Buna göre, 1977 tarihli bir Amerikan Yüksek Mahkemesi kararında⁷⁸ (*Santa Fe Industries, Inc-Green*) kararında “manipülasyon” suçunun mevcudiyetinden

Common Market Law Review, 41(3), 2004, s.711-712; Omri Yadlin, “Is Stock Manipulation Bad? Questioning the Conventional Wisdom with the Evidence from the Israeli Experience”, *Theoretical Inquiries in Law*, 2(2), 2001, <<https://www7.tau.ac.il/ojs/index.php/til/article/view/219/195>>, Erişim tarihi 20 Ocak 2019, s. 839-842; Daniel R. Fischel/ David J. Ross, “Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets?”, *Harvard Law Review*, (105), 1991, <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1554&context=journal_articles>, Erişim tarihi 30 Aralık 2018, 507-510,

⁷⁵ Çoşkun, s. 36.

⁷⁶ A. A. Sommer, “Rule 10b-5: Notes for Legislation”, *Case Western Reserve Law Review*, 17(4), 1966, <<http://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4414&context=caselrev>>, Erişim tarihi 26 Kasım 2018, s. 1029.

⁷⁷ “Doğrudan ya da dolaylı olarak herhangi bir araçla hileli, aldatıcı veya yapay işlemler gerçekleştirmek, menkul kıymetlere ilişkin önemli hususlarda yanlış açıklama yapmak veya yapıldıkları şartlar doğrultusunda yapılan açıklamaları yanıltıcı kılmamak için gerekli açıklamaları yapmaktan kaçınmak veya herhangi bir menkul kıymetin alım satımı sırasında, herhangi bir kişi üzerinde hileli veya yanıltıcı etki bırakacak her türlü ticari işlem ve uygulamada bulunmak hukuka aykırı kabul edilmiştir” (Çoşkun, s.37; Asuman Turanboy, *Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı)*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990, s. 27).

⁷⁸ U.S Supreme Court, “Santa Fe Industries, Inc. v. Green”, 430 U.S. 462 (1977), <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/430/462/>>, Erişim tarihi 29 Mayıs 2022.

bahsedebilmek için, hile mutlak bir unsur olarak belirlenmiştir. Bu karar manipülasyonda “hile” unsurunun varlığının tartışıldığı ilk davadır. Anılan davada, örnek manipülatif işlem kalıplarına yer verilmiş ve yatırımcıları yanıltma saikinin bulunduğu, kasıtlı olarak gerçekleştirilen fiiller manipülasyon suçu kapsamında değerlendirilmiştir. Benzer bir mahkeme kararında (*Ernst&Ernst-Hochfelder*) manipülasyon, “kasıtlı bir şekilde menkul kıymetlerin fiyatını etkileyerek, yatırımcıları aldatmak amacıyla tasarlanan davranış” olarak ifade edilmektedir⁷⁹. Ayrıca, anılan kararda bilgiye tam, doğru ve zamanında erişimin bulunmadığı hallerde, manipülasyon fiilinin meydana geldiği belirtilmiştir.

Bazı Amerikan mahkemesi kararlarında ise “manevi unsur”, manipülasyon suçunun varlığında temel alınmıştır. Nitekim, *Chris-Craft Ind-Green* kararı uyarınca⁸⁰, ilgili sermaye piyasası aracı üzerinde büyük miktarlarda alım-satım gerçekleştirilmesi tek başına manipülasyon suçuna vücut vermemektedir. Bu işlemlerin, ilgili sermaye piyasası aracının talebini ya da fiyatını etkileme saiki ile yapılması halinde ancak manipülasyon suçunun varlığından söz edilebilecektir.

Bununla birlikte, SEC tarafından SEA 10-(b) hükmünün verdiği yetkiye dayanılarak, 1996 yılında Regulation M⁸¹ adı altında bir düzenleme yapılmıştır. Altı kuraldan oluşan bu düzenleme, menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalarda olağan dışı fiyat-miktar hareketliliği yaratan ve ilgili menkul kıymet üzerinde gerçekleştirilen alım ve satım işlemlerini etkileyen manipülatif işlemleri yasaklamaktadır⁸². Regulation M’nin kapsamında, menkul kıymetlerin alım-satım işlemlerinde yüklenici görevinde bulunan firmalar, satış yapan gruptaki dağıtıcılar, kendi adına ve müşteri hesabına işlem gerçekleştiren aracı kurum temsilcileri ile ilgili menkul kıymetin ihraççıları bulunmaktadır.

Öte yandan, SEC tarafından 1938 yılında tesis edilen 10(a)-1 kuralı ile, menkul kıymetlerde açığa satış işlemi (*short sales*) yoluyla gerçekleştirilen manipülasyonun ve buna bağlı olarak ilgili menkul kıymet fiyatında yaşanan düşüşün önlenmesi amaçlanmaktadır. Ancak bu kuralın kapsamının oldukça dar

⁷⁹ U.S Supreme Court, “Ernst & Ernst v. Hochfelder”, 425 U.S. 185 (1976), <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/425/185/>>, Erişim tarihi 13 Haziran 2022; Çağlar Manavgat, *Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon Ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2008, s.9; Doğan Kütükçü, *Sermaye Piyasası Hukuku*, Cilt 2, Beta Yayınları, 2004, s. 471.

⁸⁰ U.S Supreme Court, “Chris-Craft Ind., Inc. v. Piper Aircraft Corp.”, 430 U.S. 1 (1977), <<https://casetext.com/case/chris-craft-ind-inc-v-piper-aircraft-corp>>, Erişim tarihi 13 Haziran 2022.

⁸¹ Regulation M, <<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-242>>, Erişim tarihi 20 Ocak 2019.

⁸² Morrison Foerster, “Frequently Asked Questions About Regulation M”, <<https://media2.mofo.com/documents/faqs-regulation-m.pdf>>, Erişim tarihi 20 Ocak 2019.

olması nedeniyle beklenen etkiyi sağlamadığı öne sürülmektedir. Zira, 10(a)-1 kuralı, tezgahüstü piyasalardaki diğer manipülatif işlemleri ve türev araç satışlarını kapsamamaktadır⁸³.

10(a)-1 kuralına getirilen eleştiriler doğrultusunda, SEC tarafından Regulation SHO (*Regulation of Short Sales*)⁸⁴ adında yeni bir düzenleme tesis edilmiştir. 3 Ocak 2005 tarihinden itibaren yürürlüğe giren Regulation SHO, Amerikan finansal piyasalarında gerçekleştirilen piyasa dolandırıcılığı dahil hileli işlem ve uygulamalara, çıplak açığa satış işlemlerine (*naked short sales*)⁸⁵ ve aracı kurum temsilcilerinin hukuka aykırı işlemlerine yönelik düzenlemeler içermektedir⁸⁶.

Görüldüğü üzere, 1934 tarihli SEA'da piyasa dolandırıcılığına ilişkin düzenlenen çerçeve hükümler, anılan kanunun verdiği yetki çerçevesinde SEC tarafından ihdas edilen kurallar doğrultusunda doldurulmak suretiyle, menkul kıymetler üzerinde gerçekleştirilen işleme ve bilgiye dayalı manipülasyon açıkça yasaklanmıştır. Bununla birlikte, 1934 tarihli SEA'da tezgahüstü türev araçlar bakımından piyasa dolandırıcılığını yasaklayan açık bir hüküm bulunmadığından, anılan düzenlemenin uygulama alanı sınırlı kalmıştır⁸⁷.

4. Sarbanes-Oxley Kanunu (*Sarbanes-Oxley Act*)

Sarbanes Oxley Kanunu, ABD'deki pek çok şirket ve muhasebe skandallarının ardından yatırımcıların güvenini tekrar kazanmak ve şirket skandallarının tekrarlamasını önlemek amacıyla 2002 yılında yürürlüğe konulmuştur. Anılan Kanun, halka açık şirketlerde şeffaflığın ve güvenilirliğin sağlanmasını teminen, şirketlere pek çok mali yükümlülük getirdiği gibi, sermaye piyasalarında gerçekleştirilen hileli ve usulsüz işlemlerle mücadeleye yönelik olarak SEC'nin yaptırım gücünü arttırmıştır⁸⁸.

Anılan Kanun'un 303-(a) maddesi, hem gerçek hem tüzel kişiler tarafından muhasebe kayıtları ve defterleri üzerinde tahrifat yapılmasını veya hesapların

⁸³ Chitimira, 57.

⁸⁴ Regulation of Short Sales, <<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-242>>, Erişim tarihi 20 Ocak 2019.

⁸⁵ Yatırımcının menkul kıymete ilişkin takas yükümlülüğünü mutlaka ödünç almak suretiyle gerçekleştirmesine çıplak açığa satış (*naked short sale*) denilmektedir (Karabacak, s. 11).

⁸⁶ Alan R. Palmiter, *Securities Regulation: Examples and Explanations*, 3. Bası, Aspen, 2005, s. 269.

⁸⁷ Nelemans, s. 6.

⁸⁸ Zeki Aksoy, *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçu*, Seçkin Yayınevi, 2018, s. 60.

denetimini etkileyecek şekilde uygun olmayan işlemlerin veya uygulamaların gerçekleştirilmesini yasaklamıştır.

Ayrıca, SEC, Sarbanes Oxley Kanunu'nun uygulanmasını sağlamak, ihraççının finansal raporlarının denetlenmesinin dürüst şartlar altında yapılmasını temin etmek ve idari yönetimin şeffaflığını sağlamak amacıyla Regulation 13(B)-2 adı altında⁸⁹ kurallar ihdas etmiştir. Bu kurallar, ihraççının yöneticisi, personeli ya da yönetimi altında bulunan diğer kişiler tarafından, finansal raporların dikkatli ve özenli şekilde denetlenmesini sağlamakta ve doğru raporlama yapılmasını engelleyecek nitelikteki hareketleri yaptırıma bağlamaktadır.

5. Emtia Borsaları Kanunu (*Commodity Exchange Act*) ve Amerikan Emtia Vadeli İşlemleri Ticaret Komisyonu (CFTC)

Emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde⁹⁰ ve diğer türev araçlarda piyasa dolandırıcılığı prensip olarak 1936 tarihli Emtia Borsaları Kanunu (*The Commodity Exchange Act*)⁹¹ uyarınca yasaklanmıştır. Anılan Kanun'un Code § 9 hükmü uyarınca doğrudan ya da dolaylı olarak, emtiada, vadeli işlem sözleşmelerinde veya opsiyon sözleşmelerinde, yatırımcıları yanıltmaya veya emtialara ilişkin yapay fiyat oluşumuna yönelik fiilleri gerçekleştirmek veya bu fiilleri gerçekleştirmeye teşebbüs etmek yasaklanmıştır. Ayrıca, eyaletler arası gerçekleştirilen ticaret, e-posta veya herhangi bir iletişim aracı yoluyla emtiaların fiyatlarını etkilemeye yönelik olarak bilerek ve isteyerek yanlış veya yanıltıcı bilgi vermek, bu bilgiyi yaymak, rapor hazırlamak veya emtiaya ilişkin bilginin yanlış veya yanıltıcı olmasını dikkate almamak veya bu bilgiyi ihmal etmek de hukuka aykırı kabul edilmektedir.

Amerikan Emtia Vadeli İşlemleri Ticaret Komisyonu (CFTC), Emtia Borsaları Kanunu'nun piyasa dolandırıcılığına ilişkin çerçeve düzenlemelerinin içeriğini doldurmak amacıyla kurallar ihdas eden ve bu kuralların uygulanmasını sağlayan

⁸⁹ SEC'nin ihdas ettiği Regulation 13(B)-2, <<https://www.sec.gov/rules/final/34-47890.htm>>, Erişim tarihi 23 Ocak 2019.

⁹⁰ Vadeli işlem sözleşmesi (futures), sözleşmenin taraflarına, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı, kıymeti veya finansal göstergesi, sözleşmede belirlenen ileri bir tarihte, bugünün değeri üzerinden anlaşılan fiyattan alma veya satma yükümlülüğü veren sözleşmedir (Borsa İstanbul A.Ş., Vadeli İşlem Sözleşmeleri, <<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/117/vadeli-islem-sozlesmeleri>>, Erişim tarihi 23 Ocak 2019). Bu sözleşmelerin ortak özelliği, borsada birbirini tanımayan kişiler arasında gerçekleştirilen ve standardize edilen sözleşmeler olmasıdır. Futures sözleşmesine konu olan şey bir emtia ise "emtia futures" (*Commodity Futures*), sözleşmenin konusu finansal bir ürüne ilişkin ise "finansal futures" (*Financial Futures*) sözleşmesi adını almaktadır. (Olcaç Işık, "Hukuki Açından Borsa ve Türleri", *Yalova Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, (1), 2012, <http://yalova.edu.tr/Files/UserFiles/83/10_Isik.pdf> Erişim tarihi 24 Ocak 2019, s.236.)

⁹¹ The Commodity Exchange Act, <<https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/chapter-1>>, Erişim tarihi 24 Ocak 2019.

ana düzenleyici kurumdur⁹². Nitekim, Emtia Borsası Kanunu kapsamında, CFTC piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren kişilere karşı, idari yaptırımların yanı sıra özel hukuka ilişkin yaptırımlar uygulama yetkisini de haizdir⁹³.

6. Emtia Vadeli İşlemlerin Modernizasyonu Kanunu (*Commodity Futures Modernization Act*)

2000 yılında yürürlüğe giren Emtia Vadeli İşlemlerin Modernizasyonu Kanunu (*Commodity Futures Modernization Act*)⁹⁴, Amerikan finansal piyasalarının gelişmesi açısından oldukça önemli bir adım olarak görülmektedir. Zira, anılan Kanun ile on sekiz yıl boyunca tezgahüstü türev piyasalarda⁹⁵ ticaret yapma yasağı yürürlükten kaldırılmış ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören türev araçlar⁹⁶ yeni bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmiştir. Ayrıca, SEC ve CFTC arasındaki görev ayrımı net bir şekilde belirlenmiş⁹⁷ ve her iki kurumun sorumlu olduğu alanlar açıklığa kavuşturulmuştur.

Buna göre, hem CFTC hem de SEC piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen herhangi bir kimseye karşı gerekli prosedürleri işletme yetkisini haizdir. Ancak, SEC'nin yetkisi sadece tek hisseli vadeli işlemlerde (*single stock future*)⁹⁸ gerçekleşen ihlallerle sınırlıdır. CFTC'nin münhasıran yetkili olduğu vadeli

⁹² CFTC Federal düzeydeki kuralların 17 nci başlığı altındaki kuralları yayımlamak için yetkilendirilen bir otoritedir; CFTC kuralları, <<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/chapter-I>>, Erişim tarihi 24 Ocak 2019.

⁹³ Chitimira, s. 59-60.

⁹⁴ Commodity Futures Modernization Act, <<https://www.congress.gov/106/bills/hr5660/BILLS-106hr5660ih.pdf>>, Erişim tarihi 24 Ocak 2019.

⁹⁵ Sermaye Piyasası Kurulu'nun "III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri Ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği"nin "Tanımlar ve kısaltmalar" başlıklı 3 üncü maddesinin birinci fıkrasının (n) bendinde tezgahüstü piyasalar, Borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında kalan piyasalar olarak tanımlanmıştır.

⁹⁶ Tezgahüstü türev araçlar, borsalarda alınıp satılamayan, sözleşme koşullarının finansal kurumlar ile müşterileri arasında özel olarak belirlendiği, mal ve döviz fiyatlarına, faize ve borsa endeksine dayalı finansal ürünlerdir (İhsan Ersan, *Finansal Türevler-Futures, Options, Swaps*, 2. Baskı, Literatür, 1998, s. 65).

⁹⁷ Amerikan Hukuku'nda, türev araçların hangi komisyonun görev alanına girdiği hususunda tartışmalar mevcuttur. Bu tartışmanın temel sebebi, türev araçların Menkul Kıymetler Borsası Kanunu veya Emtia Borsası Kanunu kapsamına girip girmediğinin tespitindeki güçlüklerdir (Ayşe Dilşad Keskin, *Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği*, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2007, s. 14).

⁹⁸ Tek hisseli vadeli işlemler, iki yatırımcı arasında imzalanan ve satıcının önceden belirlenmiş gelecek bir zaman için tek bir pay piyasasında 100 lot için özel bir fiyat ödemeyi kabul ettiği, satıcının da gelecekte belirlenmiş bir zaman diliminde hisse senedini teslim etmeyi taahhüt ettiği sözleşmedir (Borsa İstanbul A.Ş., Tek Hisseli Vadeli İşlemler, <<https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/3078/single-stock-futures>>, Erişim tarihi 30 Aralık 2021).

işlemlerde gerçekleşen ihlaller bakımından ise SEC'nin herhangi bir yetkisi bulunmamaktadır⁹⁹.

Bu çerçevede, Emtia Vadeli İşlemlerin Modernizasyonu Kanunu uyarınca, tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilen türev işlemler (*over the counter derivative transaction*) ve tek hisseli vadeli işlemler (*single stock future*) üzerinde gerçekleştirilen piyasa dolandırıcılığı, bir başka deyişle emtia bazlı piyasa dolandırıcılığı yasaklanmıştır.

7. Dodd – Frank Wall Street Reformu ve Tüketiciyi Koruma Kanunu (Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act-Dodd Frank Act)

2010 yılında yürürlüğe giren Dodd Frank Kanunu¹⁰⁰, Amerika'da 2008 yılında büyük finansal krize neden olan ve regüle edilmeyen kaldıraçlı alım satım işlemlerini ve türev sermaye piyasası araçlarını düzenleyen ve denetim altına alan bir düzenlemedir. Anılan Kanun ile CFTC'ye vadeli işlem piyasalarında gerçekleştirilecek hileli ve aldatıcı eylemlerin önlenmesine yönelik olarak geniş bir yetki verilmiştir.

Dodd Frank Kanunu sec.753/1 uyarınca; herhangi bir kişinin doğrudan ya da dolaylı olarak bir swap anlaşmasında, emtia veya vadeli işlem sözleşmesinde kamuya açıklanmayan, sermaye piyasası aracının fiyatında, değerinde etkili olacak hileli veya aldatıcı işlemler yapması yasaklanmıştır. Anılan maddenin ikinci fıkrasında ise; herhangi bir kişinin kanun uyarınca Komisyon'a sunması gereken raporda veya swap anlaşmasında veya eyaletler arası emtia veya vadeli işlem sözleşmesinde yanlış veya yanıltıcı bilgi vermesi, yatırımcılar üzerinde yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla açıklanması gereken önemli bilgileri açıklamaması fiili hukuka aykırı kabul edilmiştir¹⁰¹.

Diğer yandan, Dodd Frank Kanunu sec. 753, Emtia Borsaları Kanunu sec. 6 (c) olarak yeniden düzenlenmiştir. Anılan hüküm uyarınca, eyaletler arası yapılan swap¹⁰², emtia veya vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin alım veya satımlarda

⁹⁹ Chitimira, s. 60.

¹⁰⁰ Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act-Dodd Frank Act, <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_en_rolledbill.pdf>, Erişim tarihi 30 Aralık 2021.

¹⁰¹ Kaval, s. 57.

¹⁰² Swap sözleşmesi; tarafların, sözleşme süresince birbirlerine, temeldeki finansal işlemden bağımsız olarak dönemsel ödemelerin, karşılıklı olarak, aynı veya farklı para birimleri ile ifasını taahhüt ettikleri bir sözleşmedir (Keskin, s. 43).

gerçekleştirilen bilgi bazlı ve işlem bazlı piyasa dolandırıcılığının yasaklanmasına ilişkin olarak CFTC'nin kural ihdas etme yetkisi bulunmaktadır¹⁰³.

Ayrıca, Dodd Frank Kanunu, doğrudan veya dolaylı olarak swap veya emtia bazlı piyasa dolandırıcılığını gerçekleştirme fiilinin yanı sıra bu fiilleri gerçekleştirmeye teşebbüs edilmesini de yasaklamaktadır.

B. Piyasa Dolandırıcılığına İlişkin Öngörülen Yaptırımlar ve Hukuki Tazmin Sorumluluğu

1. Cezai Yaptırım

ABD'de, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren kişilere karşı idari ve cezai yaptırımın uygulanmasının yanı sıra bu kişilerin hukuki tazmin sorumluluğu da bulunmaktadır. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu sec. 24 uyarınca, hileli işlemleri yasaklayan hükümleri kasıtlı olarak ihlal eden kişi hakkında azami beş yıl hapis cezası ile birlikte 10.000 Amerikan doları adli para cezasına hükmedilmektedir. 1934 tarihli SEA sec. 32 (c)-(2)(A) hükmü uyarınca ise, bilerek ve isteyerek piyasa dolandırıcılığını gerçekleştiren kişiye üst sınırı 100 bin dolar adli para cezası veya azami beş sene hapis cezası veya her iki yaptırıma birlikte hükmedilmektedir.

Görüldüğü üzere, gerek 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu sec. 23 gerek 1934 tarihli SEA sec. 32 (c)-(2)(A) incelendiğinde, manipülasyon suçunun kasıtlı işlenebilen bir suç olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, SEC'nin 10(b) maddesi uyarınca kendisine verilen yetki doğrultusunda manipülasyona ilişkin ihdas ettiği kuralları bilmediğini ispatlayan kişi cezalandırılmamaktadır¹⁰⁴.

Öte yandan, 1934 tarihli SEA kapsamında, bilgiye dayalı manipülasyon ve diğer faaliyetler vasıtasıyla gerçekleştirilen manipülatif işlemlerin bir ortaklık veya tüzel kişinin yetkilisi/temsilcisi tarafından kasıtlı bir şekilde işlenmesi durumunda ise, diğer kişilere nazaran daha ağır bir cezai müeyyide tesis edilmektedir. Anılan hukuka aykırı fiilleri gerçekleştiren failer hakkında azami 20 yıl hapis cezası ile birlikte azami 25 milyon Amerikan Doları adli para cezası veya üst sınırı 5 milyon Amerikan doları olmak üzere ayrı bir para cezası tesis edilmektedir¹⁰⁵.

Ayrıca, Emtia Borsası Kanunu (*Commodity Exchange Act*) sec. 13 (a) uyarınca, emtia bazlı piyasa dolandırıcılığı gerçekleştiren tüzel kişiler hakkında

¹⁰³ CFTC tarafından Emtia Borsaları Kanunu sec. 6(c) uyarınca ihdas edilen Rule 180.1 ve 180.2, <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/amaf_qa_final.pdf>, Erişim tarihi 29 Ocak 2019.

¹⁰⁴ Kütükçü, s. 239.

¹⁰⁵ Chitimira, s. 61.

azami 500 bin Amerikan doları tutarında adli para cezası tesis edilmektedir. Gerçek kişiler hakkında ise üst sınırı 5 yıl hapis cezası ile birlikte azami 100 bin dolar adli para cezası uygulanabileceği gibi bu yaptırımlar seçimlik olarak da tesis edilebilir.

ABD’de piyasa dolandırıcılığı suçunu işleyen kişi hakkında mahkumiyet hükmü tesis edilmesine ilişkin olarak “*Michael Coscia Olayı*” örnek gösterilebilir. 2011 yılında, üç aylık süre boyunca yüksek frekanslı ve vadeli işlemler gerçekleştiren Michael Coscia hakkında, türev araçların fiyatını etkileyecek şekilde manipülatif işlemler gerçekleştirmesi ve bu işlemlerden dolayı yaklaşık 1.6 milyon Amerikan doları tutarında kâr elde edilmesi nedeniyle, 3 yıl hapis cezasına hükmedilmiştir¹⁰⁶. Michael Coscia, “*piyasada ilgili finansal aracın fiyatına ve talebine ilişkin yanıltıcı izlenim yaratmak amacıyla, verdiği yüksek miktarlarda alım/satım emrini gerçekleştirmeden önce iptal etmek*” olarak bilinen spoofing¹⁰⁷ yöntemiyle türev araçlar üzerinde piyasa dolandırıcılığı gerçekleştirmiş ve Emtia Borsası Kanunu uyarınca cezalandırılmıştır. Michael Coscia, 2010 tarihli Dodd-Frank Yasasına göre piyasa dolandırıcılığının yasaklandığı hükümlerin ihlali nedeniyle hakkında hapis cezasına hükmedilen ilk kişidir.

Önemle belirtmek gerekir ki, Sarbanes Oxley’de piyasa dolandırıcılığı suçunu işleyen kişi hakkında diğer kanunlarda belirlenen ceza miktarlarından daha yüksek oranlarda cezai müeyyideler belirlenmiştir. Buna göre, anılan Kanun’un sec. 807 uyarınca, şirketlerin finansal raporlarına, muhasebe defterleri ve kayıtlarına ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı açıklamalar yapmak suretiyle hileli işlemler gerçekleştiren ve piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen kişiler hakkında, 5 milyon Amerikan dolarına kadar adli para cezası ve 20 yıla kadar hapis cezasına hükmedilmektedir. Ayrıca, piyasa dolandırıcılığı fiilinin işlenmesinde katkısı bulunan tüzel kişiler hakkında azami 25 milyon Amerikan doları tutarında para cezası uygulanmaktadır.

2. Hukuki Tazmin Sorumluluğu

1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu sec. 20(d) ve 1934 tarihli SEA sec.21 (d)(3) uyarınca SEC, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren veya bu fiilin gerçekleştirilmesine yardım eden, tavsiye veren, yönlendirme yapan kişiler hakkında hukuki yaptırım uygulama yetkisi ile donatılmıştır. Buna göre SEC, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren ancak şirket yetkilisi olmayan kişiler hakkında 50 bin Amerikan dolarına kadar, diğer kişiler hakkında ise 250 bin Amerikan dolarına kadar ya da bu kişilerin elde ettiği menfaatin iki katı kadar para cezası tesis

¹⁰⁶ United States of America V. Michael Coscia, <https://caselaw.findlaw.com/us-7th-circuit/1869999.html#footnote_2>, Erişim tarihi 1 Nisan 2019.

¹⁰⁷ Lin, s. 1290.

edebilmektedir. Ayrıca, SEC piyasa dolandırıcılığı suçundan menfaat elde edilmesi halinde, failin elde ettiği menfaati iade etmesini (*disgorgement*) sağlama yetkisini de haizdir. Bununla birlikte, 10b-5 kuralının ihlali halinde uygulanacak hukuki yaptırıma ilişkin açık bir hüküm bulunmamaktadır. Zarar gören yatırımcılar, genel hukuk hükümlerine göre, zararlarının tazmini için hukuki yollara başvurabilmektedir¹⁰⁸.

Emtia bazlı piyasa dolandırıcılığı bakımından ise, Emtia Borsası Kanunu (*Commodity Exchange Act*) sec. 25 uyarınca, CFTC tarafından piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren veya bu fiile iştirak eden kişiler hakkında hukuki yaptırım uygulanabilmektedir. Nitekim, Emtia Borsası Kanunu sec. 6(c) uyarınca, CFTC emtia bazlı piyasa dolandırıcılığı suçunu işleyen faili, bu suçtan menfaat elde etmesi halinde elde ettiği menfaatin iadesine ve menfaatin üç katı tutarında ya da 1 milyon Amerikan dolarına kadar para cezası ödemeye mahkum edebilmektedir. Fail tarafından ödenen bu para cezası ve iade edilen menfaat, yatırımcıların zararının karşılanması amacıyla kurulan ve CFTC tarafından kontrol edilen fonda tutulmaktadır¹⁰⁹.

Sarbanes Oxley Kanunu sec. 303(a) hükmü, SEC'ye, halka açık şirketlerin muhasebe defter ve kayıtlarında, finansal raporlarında yanlış veya yanıltıcı açıklama yapmak suretiyle hileli işlemler gerçekleştiren kişileri, anılan fiiller nedeniyle zarar gören yatırımcıların zararlarını karşılayacak şekilde tazminata mahkum edebilme yetkisi tanımıştır.

3. İdari Yaptırım/Tedbir

SEC'nin piyasa dolandırıcılığı suçunu gerçekleştiren kişilere karşı idari yaptırım uygulama yetkisi bulunmaktadır. Buna göre, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu sec. 8A, 8(b) ve(d) hükümleri ile 1934 tarihli SEA sec. 21C uyarınca, SEC tarafından ilgili pay piyasasında manipülatif fiiller gerçekleştirilen kişi hakkında geçici işlem yapma yasağı veya işlem yapmaktan sürekli olarak men etme kararı verilebilmektedir.

C. Piyasa Dolandırıcılığını Yasaklayan Hükümleri Uygulayan Yetkili Birimler

1. Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Rolü (SEC ve CFTC)

ABD'de son yıllarda pay piyasasında, türev araç piyasasında ve emtia piyasasında gerçekleştirilen piyasa dolandırıcılığına ilişkin olarak etkin bir mücadele

¹⁰⁸ Rehena Cassim, "An Analysis of Market Manipulation Under The Securities Services Act 36 of 2004 (Part2)", *SA Merc LJ* 177, 20(2), 2008, s. 192-193.

¹⁰⁹ Chitimira, s. 63.

sürdürülmektedir. Bu mücadelenin temelinde caydırıcı yaptırımlar içeren yasal düzenlemeleri uygulayan piyasa aktörleri de bulunmaktadır. Zira, ABD’de düzenleyici ve denetleyici kurumların mahkemeler ile yaptığı etkin işbirliği sonucunda, piyasa dolandırıcılığı fiili tespit edilmekte ve fail hakkında caydırıcı cezai, hukuki ve idari yaptırımlar uygulanmaktadır.

Yukarıda ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, Amerika’da finansal piyasaları düzenleme ve denetleme görevini haiz birden çok otorite bulunmaktadır. CFTC türev araçlarda, vadeli işlem sözleşmelerinde ve emtialarda gerçekleştirilen piyasa dolandırıcılığı fiillerini yasaklayan hükümlerin uygulanmasını sağlama ve denetim yapma yetkisini haiz ayrı tüzel kişiliği olan düzenleyici ve denetleyici otoritedir¹¹⁰. Anılan kurum, emtia bazlı vadeli işlem sözleşmelerinde işleme ve bilgiye dayalı piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen kişilere karşı para cezası tesis edebileceği gibi, zarar gören yatırımcılar adına özel hukuk hükümleri uyarınca failin elde ettiği menfaatin iadesini sağlama, tazminat davası açma gibi hukuki yaptırımlara başvurma yetkisini de haizdir.

SEC ise, ABD’de menkul kıymet piyasalarında federal düzeyde getirilen yasal düzenlemeleri uygulamak ile sorumlu olan ayrı tüzel kişiliği haiz bağımsız bir otoritedir. New York Borsası’nın (*New York Stock Exchange*) yanı sıra Ulusal Sermaye Piyasaları Aracı Kurumlar Birliği (*National Association of Securities Dealers*) SEC’ye bağlı olarak faaliyet sürdürmektedir¹¹¹. SEC, sermaye piyasası alanındaki yasal düzenlemeleri uygulama yetkisinin yanı sıra, kural koyma ve mevcut kuralları yürürlükten kaldırma yetkisini de haizdir. Nitekim, yukarıda belirtildiği üzere, SEC tarafından 1934 tarihli SEA’nın kendisine verdiği yetkiye dayanarak 10b-5 kuralı ihdas edilmiştir. Anılan kural piyasa dolandırıcılığına ilişkin kapsamlı yasaklar getiren ve uygulamada yargı içtihatlarına konu olan çerçeve düzenleme niteliğini haizdir¹¹².

Öte yandan, SEC, tezgahüstü piyasalarda işlem gören türev araçlar ve emtia bazındaki vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin düzenleme yapma ve denetleme görevini haiz CFTC ile işbirliği içinde çalışmaktadır. CFTC, türev araç piyasasında ve emtialar üzerinde gerçekleştirilen piyasanın kötüye kullanılmasına ilişkin uygulamaları tespit etme ve araştırma yetkisini haiz iken, SEC ise, regüle edilmiş piyasalarda sermaye piyasası araçlarına ilişkin piyasanın kötüye kullanılması uygulamalarını yasaklayan federal kanunları yürütme görevini haizdir. Ancak her iki

¹¹⁰ Chitimira, s. 76.

¹¹¹ Chitimira, s. 77; Palmiter, s. 402-415.

¹¹² Manavgat, s. 23.

Kurum da piyasa dolandırıcılığına ilişkin cezai ve hukuki yaptırımların uygulanmasında aktif bir işbirliği içerisinde görevlerini yürütmektedir¹¹³.

SEC, yatırımcıların korunması, güvenilir ve adil bir sermaye piyasasında işlem yapılması ve piyasanın kötüye kullanılması uygulamalarına ilişkin olarak bilgi suiistimali (*insider trading*) ve piyasa dolandırıcılığı (*market manipulation*) fiillerine yönelik etkili bir mücadele vermek amacıyla kurulmuştur¹¹⁴. Bu kapsamda, Kurumsal Yönetim (*Corporate Finance*), Piyasa Düzenlemesi (*Market Regulation*), Yatırım Yönetimi (*Investment Management*) ve Denetleme (*Enforcement*) Birimi olmak üzere dört ana bölüme ayrılmıştır¹¹⁵.

Denetleme Birimi'nin,

- ✓ Bilgi suiistimali, piyasa dolandırıcılığı gibi hileli işlemlere ilişkin yeminli ifade ve beyan alma, tanıkları mahkemeye çağırma, inceleme konusuna ilişkin delil toplama ve uygun görülmesi halinde herhangi bir belgenin kanıt olarak sunulmasını sağlama gibi geniş bir soruşturma yapma¹¹⁶,
- ✓ Sarbanes Oxley Kanunu sec. 1103 hükmü ile değiştirilen 1934 tarihli SEA sec. 21C-(c) hükmü uyarınca, ihraççı, genel müdür, yönetici, denetçi, aracı kurum ya da şirket çalışanı tarafından federal düzeyde sermaye piyasası kanunlarının muhtemel olarak ihlal edildiğine yönelik devam eden soruşturma sırasında, ihraççının bu kişilere yapacağı olağan dışı ödemelerin (*extraordinary payments*) geçici olarak 45 günlüğüne durdurulmasına yönelik Mahkeme'den talepte bulunma¹¹⁷,
- ✓ Piyasa dolandırıcılığı suçunu işleyen kişilerin yönetici olmalarının belirli bir süre yasaklanmasını Mahkeme'den talep etme,
- ✓ Sarbanes-Oxley Kanunu sec. 308 (a) uyarınca oluşturulan "Yatırımcıları Tazmin Fonu"nu (Fair Fund) yönetme,

¹¹³ Chitimira, s. 104.

¹¹⁴ Palmiter, 29.

¹¹⁵ Chitimira, 78.

¹¹⁶ Erman Çete, *Yatırımcı Mağduriyetinin Giderilmesinde ABD Fair Fund Uygulamasının Türkiye İçin Analizi*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2013, s. 14.

¹¹⁷ Mahkeme tarafından ihraççının ödemeleri 45 günlük faizli bir hesapta tutulmaktadır. Mahkeme tarafından gerekli görülmesi halinde bu süre 45 gün daha uzatılabilir (Christine J. Unger, "Section 1103 Of The Sarbanes-Oxley Act: Securities And Exchange Commission V. Gemstar-Tv Guide International, Inc., And The Ninth Circuit's Interpretation Of "Extraordinary Payments", *Western New England Law Review Symposium: Issues In Community Economic Development*, 29(1), 2006-2007, <<https://digitalcommons.law.wne.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1072&context=lawreview>> Erişim tarihi 8 Eylül 2019, s. 239).

- ✓ SEC adına idari işlemlerde bulunulması ya da mahkemelerden ve idare hukuku yargılarından yaptırımlarda bulunulmasının talep edilmesi ve davaların takip edilmesi,
- ✓ Failin piyasa dolandırıcılığı suçu sonucunda elde ettiği menfaatin iadesini (*disgorgement*) sağlama,
- ✓ Piyasa dolandırıcılığına ilişkin yasaların ihlalini SEC'ye raporlayan muhbirlere (*whistle-blower*) ödül verme ve önemli imtiyazlar sağlama¹¹⁸ yetkisi bulunmaktadır¹¹⁹.

Uygulama biriminin 2020 yılındaki Yıllık Faaliyet Raporu incelendiğinde, SEC'nin bağımsız (*stand alone*) olarak incelediği 405 dosyanın %5'i piyasa dolandırıcılığına ilişkindir¹²⁰.

Diğer yandan, SEC'nin Sarbanes-Oxley Kanunu sec. 308 (a) kapsamında, tesis ettiği idari para cezalarını, sermaye piyasası suçları neticesinde zarara uğrayan yatırımcıların tazmini amacıyla oluşturulacak fona ekleyebilme yetkisi bulunmaktadır. Faillerin sermaye piyasası mevzuatı ihlallerinden elde ettiği menfaatin iadesinden (*disgorgement*) ve idari para cezalarından oluşan “Yatırımcı Tazmin Fonu” (*Fair Fund*) aracılığıyla, sermaye piyasası mevzuatına aykırılık teşkil eden işlemler sebebiyle zarara uğrayan yatırımcıların tazmini sağlanmaktadır¹²¹.

Bu kapsamda, SEC tarafından 2020 yılında piyasanın kötüye kullanılması uygulamaları nedeniyle zarar gören yatırımcılara 602 milyon Amerikan doları para dağıtılmıştır. Ayrıca, yatırımcı tazmin fonundan 800 bin kişiye ve mahkeme tarafından atanan kayımlara yapılan ödeme de bu dağıtıma dahildir. SEC tarafından 2020 yılında toplam 1.091 milyar Amerikan doları para cezası uygulanmış ve 3.589 milyar dolar tutarında faillerin sermaye piyasası suçlarından elde ettiği menfaatin iadesi sağlanmıştır¹²².

¹¹⁸ Dodd Frank Yasası sec. 922 uyarınca, SEC'nin muhbir ödüllendirme programı kapsamında, muhbirlere verilen teşvikler için Yatırımcıları Koruma Fonu kurulmuştur (Whistle Blower Program Annual Report to Congress, 2018, <<https://www.sec.gov/files/sec-2018-annual-report-whistleblower-program.pdf>> Erişim tarihi 9 Şubat 2018, s. 29).

¹¹⁹ Chitimira, s. 79.

¹²⁰ SEC, *Annual Report Division of Enforcement*, 2020, <<https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2020.pdf>>, Erişim tarihi 14 Nisan 2021, s. 16.

¹²¹ Çete, s. 60.

¹²² SEC, *Annual Report Division of Enforcement*, s. 17.

2. Mahkemelerin Rolü

Yukarıda ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, SEC Denetim Birimi'nin piyasa dolandırıcılığı fiiline ilişkin incelemelerinin ardından yaptığı tespitler SEC'ye sunulmakta ve SEC tarafından idari, hukuki veya cezai yaptırımlara ilişkin karar alınmaktadır.

Piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen kişilere karşı cezai yaptırımların uygulanmasında Adalet Birimi ve federal mahkemelerin etkin ve ayrıcalıklı bir rolü bulunmaktadır. Adalet Birimi, federal mahkemeler tarafından verilen cezai yaptırımların uygulanmasına ilişkin denetimi gerçekleştirmekte olup sadece SEC tarafından havale edilen piyasa dolandırıcılığına ilişkin cezai dosyaları inceleme altında almaktadır¹²³.

Mahkemeler, piyasa dolandırıcılığını yasaklayan hükümleri çok sıkı ve katı bir şekilde uygulamaktadır. Bu kapsamda, piyasanın kötüye kullanılmasına yönelik fiilleri gerçekleştiren kişiler hakkında oldukça yüksek miktarda para cezaları ve uzun süreli hapis cezaları tesis edilmektedir¹²⁴. Yapılan bir araştırmada, 1978-2004 yılları arasında 755 gerçek kişi ve 40 firma hakkında dava açıldığı tespit edilmiş olup Federal Mahkeme'nin sermaye piyasası suçlarını işleyen 543 kişi hakkında hapis cezasına hükmettiği, sadece 10 kişi hakkında beraat kararı verdiği görülmektedir¹²⁵.

Ayrıca, ABD'nin en büyük finansal skandallarından biri olan WorldCom olayında¹²⁶, mahkeme tarafından 750 milyon Amerikan doları para cezasına hükmedilmiş ve 4 yöneticinin halka açık şirketlerde yönetici olması yasaklanmıştır. Şirket'in CFO'su ile birlikte 4 kişi 32,4 yıl hapis cezasına mahkum edilmiş ve CEO hakkında 27 milyon Amerikan doları para cezası tesis edilmiştir¹²⁷.

Aşağıda ayrıntılı olarak yer verileceği üzere, ABD'de elektrikli otomobil üreticisi Tesla'nın yönetim kurulu başkanı ve CEO'su Elon Musk tarafından Ağustos

¹²³ Palmiter, s. 370.

¹²⁴ Chitimira, s. 86.

¹²⁵ Chitimira, s. 276.

¹²⁶ “Amerika'nın ikinci büyük telekomünikasyon şirketi WorldCom, 2001- 2002 yıllarında hileli ve usulsüz finansal raporlama işlemleri ile karını 3,8 milyar dolar yüksek göstermiş olup anılan miktarı sermaye gideri olarak muhasebeleştirmiştir” (Çoşkun, s. 182; Cengiz Toroman/Bedriye Tunçsiper, “Şirket Skandalları İle Muhasebe Eğitimi Arasındaki İlişki ve Bu Skandalların Muhasebe Eğitim Sistemindeki Yansımaları”, *XXVI. Türkiye Muhasebe Eğitim Sempozyumu*, 2007, s. 169).

¹²⁷ John C. Coffee, “Law And The Market: The Impact Of Enforcement”, *University of Pennsylvania Law Review*, 156(2), 2007, <https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1218&context=penn_law_review>, Erişim tarihi 10 Eylül 2021, s. 274.

2018’de sosyal medya ağı olan Twitter adlı internet sitesinde, Tesla hakkında yapılan yanlış ve yanıltıcı açıklamalar nedeniyle, Tesla ve Elon Musk, ayrı ayrı 20 milyon Amerikan doları tutarında para cezası ödemeye mahkum edilmiştir. Anılan kişiler hakkında tesis edilen toplam 40 milyon Amerikan doları tutarındaki para cezasının ise, hukuka aykırı fiil neticesinde zarar gören yatırımcılara mahkemenin onayladığı süreç doğrultusunda dağıtılmasına karar vermiştir.

Görüldüğü üzere, ABD’de piyasa dolandırıcılığı suçu ile etkin mücadele sadece yasalar düzeyinde değil, yasaları uygulayan mahkemeler ile sermaye piyasalarını düzenleme ve denetleme görevini haiz kurumların (SEC ve CFTC) sıkı bir işbirliği yapması ile sağlanmaktadır. SEC personeli, Adalet Birimi’nde ve mahkemede görevlendirilmek suretiyle, sermaye piyasası suçlarına ilişkin ceza dosyalarının hazırlanmasını kolaylaştırmaktadır. Adalet Birimi, sermaye piyasası suçlarına ilişkin soruşturmalarda yetkin ve uzmanlaşmış personel ekibiyle çalışmakta ve sermaye piyasasına ilişkin ihlallerin nasıl inceleneceğine ilişkin yol gösteren rehberler hazırlamaktadır. Tüm bu hususlar, piyasa dolandırıcılığı suçunun etkin ve caydırıcı bir şekilde cezalandırılmasında uygulayıcıların rolünü açık bir şekilde ortaya koymaktadır.

III. ABD DÜZENLEMELERİ KAPSAMINDA PİYASA DOLANDIRICILIĞINA İLİŞKİN ÖNEM ARZ EDEN ÖRNEK OLAYLAR

A. Tesla Payları Üzerinde Elon Musk Tarafından İşlenen Piyasa Dolandırıcılığı

ABD’nin en büyük elektrikli otomobil üreticilerinden biri olan Tesla Inc.’in Yönetim Kurulu Başkanı Elon Musk tarafından 7 Ağustos 2018 tarihinde sosyal medya ağı “Twitter”da kendisini takip eden 22 milyon takipçisine yönelik olarak; *“Tesla’yı pay başına 420 Amerikan Doları teklifle NewYork Borsası’ndan çekme planını 2 Ağustos’ta yönetim kuruluyla paylaştığı”* ve daha sonra *“Suudi Arabistan Varlık Fonu’nun Tesla’yı borsadan çekme konusunda kendisiyle 2017’den beri görüştüğü”* şeklinde açıklamalarda bulunulmuştur¹²⁸.

Bununla birlikte, Tesla Yönetim Kurulu Başkanı Musk’ın 7 Ağustos 2018 tarihinde, Tesla’nın Suudi Arabistan Varlık Fonu tarafından devralınıp halka kapalı hale getirileceğine ve Tesla’nın pay başına 420 Amerikan doları üzerinden özelleştirileceğine dair açıklamalarının “yanlış ve yanıltıcı” olduğu gerekçesiyle SEC tarafından soruşturma başlatılmıştır. Zira, Elon Musk’ın 7 Ağustos 2018

¹²⁸ United States Securities And Exchange Commission Vs Elon Musk (SEC vs Elon Musk davası), <<https://www.sec.gov/litigation/complaints/2018/comp-pr2018-219.pdf>>, Erişim tarihi 30 Kasım 2019.

tarihinde sosyal medya ağı “Twitter”da yaptığı açıklamalar kesin olmayan ve pek çok belirsizlik unsuru içeren bir işleme ilişkindir¹²⁹.

SEC'ye göre, Musk'ın yaptığı açıklama birçok varsayımdan oluşan yanlış öncüller içermektedir¹³⁰. Zira, Musk'ın Fon temsilcileri ile görüştüğü 31 Temmuz 2018 tarihi ile Twitter'da açıklama yaptığı 7 Ağustos 2018 tarihi arasında Fon'un Tesla'yı devralmasına ilişkin herhangi bir anlaşma şartının konuşulmadığı, dolayısıyla Musk'ın Twitter'da açıkladığı, Fon'un Tesla'yı devralması işleminde pay başına 420 dolar bedel biçilmesine ilişkin şartın gerçek olmadığı tespit edilmiştir.

Bunlara ek olarak, Tesla'nın halka kapalı bir şirkete dönüşmesinden sonra mevcut pay sahiplerinin Şirket'te kalmasını sağlayacak menfaatlerin belirlenmesine ilişkin olarak pay sahipleri ile herhangi bir görüşme yapılmadığı tespit edilmiştir. Yapılan incelemede, Tesla'nın halka kapalı bir şirkete dönüştükten sonra bu şirkete yatırım yapılıp yapılmayacağı ve kurumsal yatırımcılara ilişkin bir sınırlama getirilip getirilmeyeceği hususunda da bir karar bulunmadığı anlaşılmıştır.

Dolayısıyla Musk tarafından, 7 Ağustos 2018 tarihinde Twitter'da yapılan açıklamada, Tesla'nın Fon tarafından devralınması işlemine ilişkin birçok belirsizlik bulunmasına rağmen, taksirli veya kasıtlı olarak yanlış veya yanıltıcı açıklamanın yapıldığı sonucuna varılmıştır¹³¹.

Öte yandan, Musk tarafından ilk açıklamanın yapıldığı 7 Ağustos 2018 tarihinden 13 Ağustos 2018 tarihine kadar konuya ilişkin herhangi bir açıklamada bulunulmamıştır. Musk, 13 Ağustos 2018 tarihinde “*Tesla'nın Halka Kapalı Hale Getirilmesine İlişkin Güncelleme*” başlığı altında Tesla internet günlüğünde (*blog*) bir ilan yayımlamıştır. Buna göre, Musk tarafından Tesla'nın halka kapalı hale getirilmesine ilişkin görüşmelerde bulunduğu ve Tesla yönetimine sunacağı detaylı bir teklifin bulunmadığı açıklanmıştır¹³².

Nitekim, 24 Ağustos 2018 tarihinde, NASDAQ borsasında işlem saatleri kapandıktan sonra, Musk tarafından Tesla'nın internet günlüğünde, Tesla yönetim kurulu üyeleriyle ve pay sahipleriyle yapılan görüşmelerin ardından Şirket'in halka

¹²⁹ SEC, Elon Musk Settles SEC Fraud Charges; Tesla Charged With and Resolves Securities Law Charge, Press Release, <<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-226>>, Erişim tarihi 13 Kasım 2018.

¹³⁰ SEC vs Elon Musk Davası, s. 19.

¹³¹ SEC vs Elon Musk Davası, s. 20.

¹³² SEC vs Elon Musk Davası, s. 16.

açık niteliğini devam ettireceği ve borsadan çekilmeyeceği kamuya duyurulmuştur¹³³.

SEC'ye göre, Musk'ın yukarıda ayrıntılı bir şekilde yer verilen açıklamaları, sermaye piyasasında kaosa ve Tesla payları üzerinde işlem gerçekleştiren yatırımcıların zarar görmesine yol açmıştır. Zira, Musk'ın 7 Ağustos 2018 tarihli açıklamasından hemen önce, Tesla'nın borsada işlem görme fiyatı 356.67 Amerikan Doları iken, gün sonunda Musk'ın Twitter'daki ve Tesla internet günlüğündeki açıklamalarından sonra, Tesla paylarının borsa fiyatı %6,42 artarak 379,57 Amerikan dolarına çıkmıştır¹³⁴. Musk'ın Twitter'da yaptığı ilk açıklama Tesla paylarının işlem hacminde ve fiyatında yükselişe yol açmıştır. Bu nedenle, Tesla'dan resmi açıklama gelene kadar NASDAQ tarafından Tesla paylarının borsada işlem görmesi durdurulmuştur.

13 Ağustos 2018 tarihindeki açıklamadan sonra ise, Tesla'nın pay fiyatı Musk'ın Twitter'da ilk açıklama yaptığı 7 Ağustos 2018 tarihinden önce borsada işlem gördüğü fiyatın altına düşmüştür. Buna göre, Musk'ın Tesla'nın Fon tarafından devralınması işleminden vazgeçildiğini açıkladığı 27 Ağustos itibariyle, Tesla'nın pay fiyatı 319.44 Amerikan dolarına kadar inmiştir¹³⁵.

Bu kapsamda, Musk'ın, Suudi menşeli bir Fon tarafından Tesla'nın devralınıp halka kapalı hale geleceğine ilişkin yanlış ve yanıltıcı açıklamalarının sonucu olarak, bu bilginin açıklanmasından sonra fakat doğru bilginin açıklanmasından önce Tesla paylarını satın alan yatırımcıların zarar görmesinde Musk'ın sorumluluğu bulunmaktadır.

Nitekim, SEC Denetim Birimi Genel Müdür Yardımcısı Stephanie Avakian tarafından "*Bir CEO'nun en kritik görevi, doğru ve güvenilir bilgiyi sağlamaktır.*" yönünde bir açıklamada bulunmak¹³⁶ suretiyle Elon Musk'ın hem CEO hem de yönetim kurulu başkanı olarak Tesla paylarına yatırım yapan yatırımcılara karşı sorumluluğunun olduğu vurgulanmıştır.

¹³³ NASDAQ Kurallarına göre; borsada payları kote edilmiş halka açık bir şirketin, halka kapalı bir şirkete dönüştürülmesi gibi şirketle ilgili önem arz eden bilgileri kamu ile paylaşmadan en az on dakika önce NASDAQ'a bildirme zorunluluğu bulunmaktadır. Ancak, Musk, 7 Ağustos tarihli tweeti paylaşmadan önce bu yükümlülüğünü yerine getirmemiştir (SEC vs Elon Musk Davası, s.15).

¹³⁴ SEC vs Elon Musk Davası, s. 20.

¹³⁵ SEC vs Elon Musk Davası, s. 21.

¹³⁶ SEC, Elon Musk Settles SEC Fraud Charges; Tesla Charged With and Resolves Securities Law Charge, Press Release, <<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-226>>, Erişim tarihi 13 Kasım 2018.

Yukarıda açıklanan hususlar doğrultusunda, SEC'nin şikayeti üzerine, Mahkemeye gönderilen dava dosyasında, Elon Musk'ın 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu 10-(b) paragrafını ve 10-(b)-5 kuralını ihlal ettiği iddiasında bulunulmuştur. SEC, Elon Musk hakkında halka açık şirketlerde kalıcı olarak yönetici veya müdür görevinde bulunulmasını yasaklama yönünde mahkeme kararı çıkarılmasını istemiştir.

Eylül 2018 sonunda SEC tarafından Elon Musk hakkında açılan davada yürütülen yargılama neticesinde Mahkeme;

“- 1934 tarihli SEA sec. 12 uyarınca, Musk'ın, Tesla'nın yönetim kurulu başkanlığından istifa etmesine, yerine bağımsız bir yönetim kurulu başkanı atanmasına, bu kapsamda, Musk'ın, 3 yıl boyunca Tesla'nın yönetim kurulu başkanlığına seçilmemesine ancak CEO olarak görevini yerine getirmeye devam etmesine,

- Tesla'nın toplam iki bağımsız yönetici seçmesine,

- Tesla'nın bağımsız yöneticilerden oluşan yeni bir komite oluşturmasına ve Musk'ın kamuoyu ile iletişimini kontrol edecek ek prosedürler ve kontrol mekanizmalarının oluşturulmasına,

- 1934 tarihli SEA sec. 21-(d)-(3) uyarınca Musk ve Tesla hakkında ayrı ayrı 20 milyon Amerikan doları para cezasının tesis edilmesine, toplam 40 milyon Amerikan doları tutarındaki paranın, mahkemenin onayladığı süreç uyarınca zarar gören yatırımcılara ödenmesine”

karar vermiştir¹³⁷.

B. LIBOR Manipülasyonu

1986 tarihinden beri kısa vadeli borçlanmayı teminen en güvenilir bankaların birbirlerine uyguladıkları referans faiz oranı olarak tanımlanan LIBOR (Londra Bankalararası Faiz Oranı/*London Interbank Offered Rate*), yaklaşık 350 trilyon Amerikan doları değerindeki finansal enstrümanlar için kullanılmaktadır¹³⁸.

Menşei İngiltere olan uluslararası yatırım bankası Barclays tarafından 2012 yılında gerçekleştirilen manipülatif işlemler “LIBOR skandalı” olarak kayıtlara

¹³⁷ Çoşkun, s. 183, dn. 584; SEC, Elon Musk Settles SEC Fraud Charges; Tesla Charged With and Resolves Securities Law Charge, <<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-226>>, Erişim tarihi 13 Kasım 2018.

¹³⁸ “The LIBOR Scandal”, *Review of Banking&Financial Law*, 32(1), 2012, <<https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/The-LIBOR-Scandal.pdf>> Erişim tarihi 7 Mart 2019, s.2.

geçmiştir. Bu olay, İngiltere’de “Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu”¹³⁹ kapsamında piyasa dolandırıcılığına ilişkin önemli değişikliklerin yapılmasının önünü açmıştır.

İlk olarak, 2005-2009 yılları arasında, türev araç ihraççılarında komisyoncuların menfaat elde edeceği şekilde LIBOR tanımına uygun olmayan faiz oranlarının uygulanması suretiyle Barclays türev araç komisyoncuları tarafından faiz oranları manipüle edilmiştir¹⁴⁰. İhraççıların %70’inin türev araçlara ilişkin gelen taleplerinin, 3 Ocak 2006 tarihinden 6 Ağustos 2007 tarihine kadar yanlış faiz oranı üzerinden karşılanması uluslararası arenada LIBOR faiz oranlarına olan güveni oldukça sarsmıştır¹⁴¹. Banka komisyoncuları, yanlış faiz oranı uygulamak suretiyle zararlarını en aza indirmek suretiyle malvarlıklarındaki azalmayı önlemiş, bir başka deyişle LIBOR manipülasyonundan menfaat elde etmişlerdir.

2008 ekonomik krizi ve devamında Barclays’in ödünç alma maliyetlerinin bilinçli olarak olarak düşük gösterilmesi, Barclays tarafından gerçekleştirilen ikinci manipülasyondur. LIBOR, bankaların ödünç alabildiği fonların maliyetini temsil ettiğinden, bazı piyasa katılımcıları, LIBOR oranlarını finansal itibarın yansıması olarak yorumlamaktadır. Bu kapsamda, LIBOR faizinin yüksek olması bankanın likidite sorununun bulunduğu şeklinde bir algıya yol açabilmektedir. Barclays de, finansal itibarını korumak amacıyla LIBOR faiz oranını düşük göstermiştir¹⁴².

¹³⁹ İngiliz hukukunda piyasanın kötüye kullanılması düzenlemelerini uluslararası standartlar doğrultusunda geliştirmek amacıyla, 2000 tarihli Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu (*Financial Services and Markets Act 2000* (FSMA)) 1 Aralık 2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Anılan Kanun ile ilk kez piyasanın kötüye kullanılması fiillerine ilişkin olarak özel hukuk yaptırımları (*civil offence*) düzenlenmiş ve mevcut cezai yaptırımlar geliştirilmiştir. Ayrıca, daha önce bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı ayrı düzenlemeler altında yer alıyor iken, FSMA ile hem bilgi suistimali hem de piyasa dolandırıcılığı piyasanın kötüye kullanılması başlığı altında tek bir çatı altında toplanmıştır. Piyasa dolandırıcılığı fiilinin sadece sermaye piyasalarında işlem yapmaya yetkili kişiler tarafından gerçekleştirileceğine ilişkin sınırlayıcı düzenleme genişletilmiş ve bu fiilin herkes tarafından gerçekleştirilebileceği hususu düzenleme altına alınmıştır (Manavgat, s.25). “LIBOR skandalından önce, finansal araçlar üzerinde gerçekleştirilen piyasa dolandırıcılığı fiilini cezai müeyyideye bağlayan FSMA sec. 397 hükmü, LIBOR referans faiz oranlarına ilişkin piyasa dolandırıcılığını suç olarak düzenlememekteydi. LIBOR skandalından sonra hazırlanan 28 Eylül 2012 tarihli Wheatley Raporu’ndaki eleştiriler dikkate alınarak, 2012 tarihli Finansal Hizmetler Kanunu sec. 91 hükmünde LIBOR gibi referans standartlara (benchmark) ilişkin yanlıtıcı açıklamalarda bulunma fiili suç olarak düzenlenmiş ve cezai müeyyideye bağlanmıştır” (The Wheatley Review of LIBOR Final Report, 2012, <https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf> Erişim tarihi 7 Mart 2019, s. 84).

¹⁴⁰ Çoşkun, s.89.

¹⁴¹ The LIBOR Scandal, s. 5.

¹⁴² The LIBOR Scandal, s. 6.

Bu kapsamda, Barclays'in 2005-2009 yılları arasında LIBOR ve EURIBOR faiz oranlarına ilişkin yanıltıcı raporlama yapması, manipülasyona teşebbüs olarak nitelendirilmiş olup anılan fiil nedeniyle Barclays hakkında Amerikan Adalet Birimi ve CFTC tarafından 360 milyon Amerikan doları para cezası tesis edilmiştir¹⁴³.

IV. PİYASA DOLANDIRICILIĞININ TESPİTİNDE UYGULANAN MUHBİR PROGRAMI (*WHISTLE-BLOWER PROGRAM*)

Mortgage krizi sonrasında, 2010 yılında çıkarılan Dodd-Frank Kanunu sec. 922'de düzenlenen "muhabirlik sistemi" (*whistle-blower program/whistleblowing*) piyasa dolandırıcılığı suçunun kanıtlanması açısından farklı bir mekanizma getirmektedir. Muhabirlik sistemi, "*sermaye piyasasının kötüye kullanılmasını yasaklayan hükümlerin ihlaline ilişkin önemli etkiyi haiz orjinal bilginin SEC'ye gönüllü olarak raporlanması, belirli koşulların varlığı halinde muhabirin Yatırımcı Koruma Fonu'ndan (Investor Protection Fund) karşılanan ve SEC tarafından takdir edilen bir miktarda ödül veya teşvik alması*" olarak tanımlanmaktadır¹⁴⁴.

Dood Frank Kanunu ile 1934 tarihli SEA'ya "Menkul Kıymetler Muhabir Teşviki ve Koruması" (*Securities Whistleblower Incentives and Protection*) başlığı altında sec. 21F eklenmiştir¹⁴⁵. Ayrıca, anılan Kanun SEC'yi Muhabir Birimi (*Office of the Whistleblower* (OWB)) kurmaya yönlendirmiştir. Bunlara ek olarak, Komisyon 12 Ağustos 2011 tarihinde muhabir sisteminin uygulanmasına ilişkin kuralları (*Final Rules*) yayımlamıştır¹⁴⁶.

1934 tarihli SEA sec. 21F uyarınca muhabir; SEC'ye sermaye piyasası düzenlemelerinin ihlaline ilişkin bilgi veren kişiyi ifade etmektedir. Muhabir tek kişi olabileceği gibi, birlikte hareket eden iki ya da daha fazla kişiden de oluşabilmektedir. Bununla birlikte, muhabirlik sisteminde, SEC'ye bilgi veren herkesin ödüllendirilmesi söz konusu değildir. Hem muhabir olarak seçilecek kişiye hem de muhabir tarafından raporlanacak bilginin niteliğine ilişkin belirli kriterler getirilmiştir.

¹⁴³ The Wheatley Review Of LIBOR: Initial Discussion Paper, 2012, <https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191763/condoc_wheatley_review.pdf> Erişim tarihi 8 Mart 2019, s.14. "*Ayrıca, 2012 yılında faaliyette bulunan İngiliz finansal hizmetler yetkili otoritesi tarafından Barclays hakkında, soruşturmanın başında anlaşmaya varılması nedeniyle %30 indirim uygulanmak suretiyle 59.5 milyon Pound tutarında idari para cezası tesis edilmiştir*" (Çoşkun, s.88-89; The Wheatley Review Of LIBOR: Initial Discussion Paper, s. 14).

¹⁴⁴ Çoşkun, s.201.

¹⁴⁵ Michael H. Hurwitz / Jonathan Kovacs, "An Overview Of The SEC's Whistleblower Award Program", *Fordham Journal Of Corporate & Financial Law*, 21(3), 2016, s. 533.

¹⁴⁶ SEC, SEC Adopts Rules to Establish Whistleblower Program, <<https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-116.htm>>, Erişim tarihi 10 Şubat 2019.

Buna göre, SEC'nin 1 milyon dolardan daha fazla para cezası ile sonuçlanan yaptırımlarına başarılı bir şekilde yön verecek olan ve orijinal niteliği haiz bilgiyi gönüllü olarak SEC'ye getiren seçilmiş kişilere ödeme yapılmaktadır. 1934 tarihli SEA sec. 21F-(b)(1) uyarınca, SEC bir kişinin ödül alabilmeye hak kazanıp kazanamayacağına karar vermektedir¹⁴⁷. Muhbir, SEC'nin kriterlerine göre ödül almaya hak kazanırsa, SEC tarafından uygulanacak parasal yaptırımların %10-%30'u arasında muhbire bir ödeme yapılmaktadır¹⁴⁸.

Muhbire yapılacak ödemenin miktarı SEC tarafından takdir edilmekte olup takdir yetkisi kullanılırken belirli kriterler göz önünde bulundurulmaktadır. Buna göre, "SEC tarafından gerçekleştirilecek işlemlerin başarılı olmasını sağlayacak ölçüde önemli bir bilginin iletilmesi", "muhrin SEC tarafından uygulanacak işlemlerde sağladığı desteğin derecesi" ile "SEC'nin gerçekleştireceği işlemlerin başarılı olmasını sağlayacak bilgiyi ileten muhbire ödül verilmek suretiyle menkul kıymet yasalarının ihlal edilmesini önlemede menfaatinin bulunması" şeklindeki üç kriter doğrultusunda verilecek ödül miktarı belirlenmektedir¹⁴⁹.

Bu çerçevede, bugüne kadar birçok muhbire SEC tarafından yüksek miktarlarda para ödülleri verilmiştir. Nitekim, 2020 yılı "Muhbir Programı Yıllık Raporu" uyarınca, Program'ın başlangıç tarihi olan 2012 yılından itibaren başlamak üzere 2020 yılı sonu itibariyle toplamda 106 gerçek kişiye 562 milyon Amerikan dolarının üzerinde para ödülü verilmiştir¹⁵⁰. Program kapsamında muhbirler tarafından sağlanan bilgiler sayesinde, SEC tarafından ihlalde bulunanların elde ettiği 1,4 milyar Amerikan doları tutarındaki haksız kazancın iadesi (*disgorgement*) sağlanmıştır.

Öte yandan, 2018 yılında, SEC tarafından birlikte hareket eden muhbirlerle bugüne kadarki en yüksek para ödülü verilmiştir.¹⁵¹ Grup olarak değerlendirilen iki muhbir toplam 50 milyon Amerikan doları tutarındaki para ödülünü paylaşmış, üçüncü muhbir ise 33 milyon Amerikan doları tutarında para ödülü almıştır¹⁵². 2020

¹⁴⁷ 1934 tarihli SEA sec. 21F(2) uyarınca, muhbir SEC'ye ilettiği orijinal bilgiyi düzenleyici ve denetleyici kurumlarda veya Adalet Birimi'nde çalışırken elde etmişse, muhbir ödül almak için bir suç işler ve ceza alırsa, muhbir federal menkul kıymet yasalarına göre zorunlu olan finansal raporların denetimini gerçekleştirdiği sırada orijinal bilgiyi elde etmiş ise, ödül almaya hak kazanamaz.

¹⁴⁸ Hurwitz/Kovacks, s. 535.

¹⁴⁹ Çoşkun, s. 202; Hurwitz/Kovacks, s. 536.

¹⁵⁰ Çoşkun, s. 201; SEC, Whistleblower Program Annual Report, 2020, <https://www.sec.gov/files/2020%20Annual%20Report_0.pdf>, Erişim tarihi 25 Mayıs 2021.

¹⁵¹ Çoşkun, s. 201, dn. 622.

¹⁵² Exchange Act Rel. No. 82897 File No. 2018-6 (Mar. 19, 2018) <<https://www.sec.gov/rules/other/2018/34-82897.pdf>>, Erişim tarihi 20 Mayıs 2019; SEC,

yılı Haziran ayında ise, bugüne kadarki en yüksek tutarlı para ödülü bireysel bazda bir muhbire takdim edilmiştir. Buna göre, şirket yetkililerinin görevi kötüye kullanmak suretiyle gerçekleştirdiği hukuka aykırı eylemlere yönelik orijinal bilgileri SEC'e sunan muhbire 50 milyon Amerikan doları tutarında para ödülü verilmiştir¹⁵³.

Önemle belirtmek gerekir ki, muhbirlere verilen bu ödüller, zarar gören yatırımcılara dağıtılacak paralardan değil, SEC'ye sermaye piyasası düzenlemelerini ihlal sonucu ödenen para cezaları aracılığıyla finanse edilen Yatırımcı Koruma Fonu'ndan karşılanmaktadır¹⁵⁴.

Öte yandan, 1934 tarihli SEA'nın ilgili hükümlerinde, muhbirlerin sunduğu bilgiler nedeniyle, haklarında cezai yaptırım uygulanmasını engelleyen birtakım imtiyazlar ve güvenliklerini temin eden düzenlemeler getirilmiştir¹⁵⁵. Bu kapsamda, SEA sec.21F(2) uyarınca, muhbirlerin güvenliğini sağlamak amacıyla, kimlik bilgileri doğrudan ya da dolaylı olarak kamuya paylaşılmamaktadır. Ayrıca, SEA sec.21F(h) uyarınca, muhbirin SEC'ye belirli nitelikteki bilgileri temin etmesi, verilen bilgiler esas alınarak failler hakkında uygulanacak idari ve cezai yaptırımlar için destek vermesi ve hukuka aykırı fiillerin gerçekleştiren kişiler aleyhine tanıklık yapması nedeniyle doğrudan ya da dolaylı olarak herhangi bir cezai yaptırıma tabi tutulamayacağı düzenlenmektedir. Zira, muhbir ile SEC arasında yapılan iş sözleşmesi uyarınca muhbirin fiilleri hukuka uygun sayılmaktadır.

Görüldüğü üzere, piyasa dolandırıcılığına ilişkin yapılan soruşturmalarda muhbirler tarafından belirli kriterleri sağlayan ihlale ilişkin orijinal bilginin yetkili makamlara raporlanması, manipülasyon gibi açığa çıkması oldukça zor olan hukuka aykırılıkların takibini kolaylaştırmaktadır. Yüksek miktarda verilen ödüller oldukça teşvik edici olup SEC'ye raporlanacak bilgilerin kalitesini arttırmaktadır.

SONUÇ

ABD'de bilgi suiistimali ve piyasa dolandırıcılığını da kapsayan piyasanın kötüye kullanılması fiili hem federal seviyede hem de tüm eyaletlerde yasaklanmış olup bu fiili işleyen kişiler hakkında cezai yaptırımların yanı sıra hukuki tazmin

Announces Its Largest-Ever Whistleblower Awards, Press Rel. No. 2018-44
<<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-44>> Erişim tarihi 10 Şubat 2019.

¹⁵³ Çoşkun, s. 202; SEC Press Release, SEC Awards Record Payout of Nearly \$50 Million to Whistleblower, <<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-126>>, Erişim tarihi 2 Haziran 2021.

¹⁵⁴ Securities Exchange Act of 1934 sec. 21(F)-(g); (1) FUND ESTABLISHED-“*There is established in the Treasury of the United States a fund to be known as the “Securities and Exchange Commission Investor Protection Fund”*”

¹⁵⁵ Çoşkun, s. 202.

sorumluluğu ve idari yaptırım/tedbir mekanizmaları da geliştirilmiştir. Özellikle, piyasa dolandırıcılığına ilişkin Kaliforniya, Vaşington ve Delaware eyaletlerindeki yasal düzenlemeler incelendiğinde, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştirdiği tespit edilen kişiler hakkında hükmedilen para cezaları miktarlarının, fiili işleyen kişinin niteliğine (ihraççı veya aracı kurum temsilcisi olması halinde hükmedilen para cezasının miktarı artmaktadır) ve sebebiyet verdiği zarar miktarına göre değiştiği, 10 yıla varan hapis cezalarının uygulandığı görülmektedir.

Bununla birlikte, anılan eyaletlerde piyasa dolandırıcılığı fiilinin işlenmesine karşı getirilen etkin ve caydırıcı düzenlemelerden biri de hukuki tazmin sorumluluğudur. Buna göre, her eyalette cezai ve idari yaptırım/tedbirlerin öngörülmesinin yanı sıra piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen kişilerin zarar gören yatırımcıların zararını karşılamasına yönelik caydırıcı bir hukuki sorumluluk mekanizması da geliştirilmiştir.

Diğer yandan, işlem bazlı piyasa dolandırıcılığının kanıtlanmasının son derece güç olduğu hususu göz önünde bulundurulduğunda, herhangi bir cezalandırılma korkusu olmaksızın, kanun tarafından özel bir bağışıklık ile koruma altına alınan ve belirli koşulları sağlaması halinde ödüllendirilen muhbirler tarafından piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen kişilerin ihbar edilmesini sağlayan özel bir muhbirlik sistemi (*whistleblowing*) öngörülmesi de, hukuka aykırılığın ortaya çıkarılmasında soruşturma makamlarının yürüttüğü denetim ve incelemeleri oldukça kolaylaştırmaktadır.

Federal düzeyde ise, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nda doğrudan piyasa dolandırıcılığı fiili yasaklanmamakla birlikte, sermaye piyasalarında bilginin tam, doğru, eksiksiz ve zamanında açıklanmasını ifade eden kamuyu aydınlatma ilkesi yasal düzenleme altına alınmıştır. 1934 tarihli SEA'da ise piyasa dolandırıcılığı fiili ilk kez düzenlenmiştir. Buna göre, piyasa dolandırıcılığına ilişkin düzenlenen çerçeve hükümler, anılan kanunun verdiği yetki çerçevesinde SEC tarafından ihdas edilen kurallar doğrultusunda doldurulmak suretiyle, menkul kıymetler üzerinde gerçekleştirilen işleme ve bilgiye dayalı manipülasyon açık bir şekilde yasaklanmıştır. Bununla birlikte tezgahüstü piyasalarda işlem gören türev araçlar üzerinde gerçekleştirilen piyasa dolandırıcılığına ilişkin anılan Kanun'da herhangi bir düzenleme yer almamaktadır.

2000 yılında yürürlüğe giren Emtia Vadeli İşlemlerin Modernizasyonu Kanunu ile on sekiz yıl boyunca tezgahüstü türev piyasalarda ticaret yapma yasağı yürürlükten kaldırılmış ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören türev araçlar yeni bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmiştir. Diğer yandan, 2002 tarihinde yürürlüğe giren Sarbanes Oxley Kanunu halka açık şirketlerde şeffaflığın ve güvenilirliğin sağlanmasını teminen, şirketlere pek çok mali yükümlülük getirdiği

gibi, sermaye piyasalarında gerçekleştirilen hileli ve usulsüz işlemlerle mücadeleye yönelik olarak SEC'nin yaptırım gücünü arttırmıştır.

2010 tarihinde yürürlüğe giren Dodd Frank Kanunu, ABD'de 2008 yılında büyük finansal krize neden olan ve regüle edilmeyen kaldıraçlı alım satım işlemlerini ve türev sermaye piyasası araçlarını düzenleyen ve denetim altına alan bir düzenlemedir. Anılan Kanun ile CFTC'ye vadeli işlem piyasalarında gerçekleştirilecek hileli ve aldatıcı eylemlerin önlenmesine yönelik olarak geniş bir yetki verilmiştir. Dodd Frank Kanunu uyarınca; herhangi bir kişinin doğrudan ya da dolaylı olarak bir swap anlaşmasında, emtia veya vadeli işlem sözleşmesinde kamuya açıklanmayan, sermaye piyasası aracının fiyatında, değerinde etkili olacak hileli veya aldatıcı işlemler yapması fiili ile bu sözleşmelere ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı bilgi vermesi, yatırımcılar üzerinde yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla açıklanması gereken önemli bilgileri açıklamaması fiili hukuka aykırı kabul edilmiştir.

ABD'de, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren kişilerin niteliğine göre cezai yaptırım miktarı değişkenlik göstermektedir. Nitekim, bilgiye dayalı manipülasyon ve diğer faaliyetler vasıtasıyla gerçekleştirilen manipülatif işlemlerin bir ortaklık veya tüzel kişinin yetkilisi/temsilcisi tarafından kasıtlı bir şekilde işlenmesi durumunda ise, diğer kişilere nazaran daha ağır bir cezai müeyyide tesis edilmektedir. Anılan hukuka aykırı fiilleri gerçekleştiren failer hakkında azami 20 yıl hapis cezası ile birlikte azami 25 milyon Amerikan Doları adli para cezası veya üst sınırı 5 milyon Amerikan doları olmak üzere ayrı bir para cezası tesis edilmektedir.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, Sarbanes Oxley, piyasa dolandırıcılığında en ağır cezai yaptırımların yer aldığı yasal düzenlemelerden biridir. Buna göre anılan Kanun'un sec. 807 uyarınca, şirketlerin finansal raporlarına, muhasebe defterleri ve kayıtlarına ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı açıklamalar yapmak suretiyle hileli işlemler gerçekleştiren ve piyasa dolandırıcılığı fiilini işleyen kişiler hakkında, 5 milyon Amerikan dolarına kadar adli para cezası ve 20 yıla kadar hapis cezasına hükmedilmektedir. Ayrıca, piyasa dolandırıcılığı fiilinin işlenmesinde katkısı bulunan tüzel kişiler hakkında azami 25 milyon Amerikan doları tutarında para cezası tesis edilmektedir.

1934 tarihli SEA sec.21 (d)(3) ve 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu sec. 20(d) uyarınca SEC, piyasa dolandırıcılığı fiilini gerçekleştiren ancak şirket yetkilisi olmayan kişiler hakkında 50 bin Amerikan dolarına kadar, diğer kişiler hakkında ise 250 bin Amerikan dolarına kadar ya da elde ettiği menfaatin iki katı kadar para cezası tesis edebilmektedir. Ayrıca, hukuka aykırı fiili gerçekleştiren kişi tarafından menfaat elde edilmesi halinde SEC, failin elde ettiği menfaati iade etmesini

(*disgorgement*) sağlama yetkisini de haizdir. Bununla birlikte, 10b-5 kuralının ihlali halinde uygulanacak hukuki yaptırıma ilişkin açık bir hüküm bulunmadığından, piyasa dolandırıcılığı fiili neticesinde zarar gören yatırımcılar, genel hukuk hükümlerine göre, zararlarının tazmini için hukuki yollara başvurabilmektedir.

ABD’de piyasa dolandırıcılığı fiiline uygulanacak yaptırımlar cezai, idari ve hukuki sorumluluk ile sınırlı değildir. Bu durumu en iyi yansıtan örneklerden biri, Tesla payları üzerinden Elon Musk tarafından sosyal medya ağı üzerinden gerçekleştirilen yanıltıcı açıklamalar neticesinde ortaya çıkan piyasa dolandırıcılığı olayıdır. Bu kapsamda, Eylül 2018 sonunda Elon Musk hakkında SEC’nin açtığı dava sonuçlanmış olup Musk ve Tesla hakkında ayrı ayrı 20 milyon Amerikan doları tutarında para cezası tesis edilmesinin yanı sıra, Musk’ın 3 yıl boyunca Tesla’nın yönetim kurulu başkanlığına seçilmemesine, yerine bağımsız bir yönetim kurulu başkanı atanmasına, bağımsız yöneticilerden oluşan yeni bir komite oluşturularak, Musk’ın sosyal medya iletişiminin denetlenmesine ilişkin kontrol mekanizması oluşturulmasına ve Şirket ile Tesla hakkında tesis edilen toplam 40 milyon Amerikan Doları tutarındaki paranın, mahkemenin onayladığı süreç doğrultusunda zarar gören yatırımcılara ödenmesine karar verilmiştir.

Önemle belirtmek gerekir ki, ABD’de piyasa dolandırıcılığının dahil olduğu sermaye piyasası ihlallerinin kanıtlanması ve bu fiiller için öngörülen yaptırımların etkinliğinin sağlanmasını teminen Dodd-Frank Yasası sec. 922 uyarınca “muhbirlik sistemi” (*whistleblowing*) düzenlenmiştir. Sermaye piyasası mevzuatının ihlaline ilişkin önemli etkiyi haiz orjinal bilginin SEC’ye gönüllü olarak raporlayan muhbirler (*whistleblower*) Yatırımcı Koruma Fonu’ndan (*Investor Protection Fund*) karşılanan ve SEC tarafından takdir edilen bir miktarda ödül (teşvik) almanın yanı sıra muhbirlik sistemi kapsamında raporladığı bilgiler dolayısıyla hukuki, cezai ve idari sorumluluktan bağışık tutulmaktadır.

Yukarıda açıklanan hususlar çerçevesinde, piyasa dolandırıcılığı suçunun koruduğu hukuki menfaatin milli ekonomi olduğu hususu dikkate alındığında, ABD’deki düzenlemelere benzer şekilde, Türk hukukunda da bu suçu işleyenlerin tüzel kişi yetkilileri olması halinde, cezai yaptırımın ağırlaştırılmasının yanı sıra diğer yaptırım mekanizmalarının da uygulanmasında fayda bulunmaktadır. Bu kapsamda, piyasa dolandırıcılığı suçunu işleyen failin şirket yetkilisi olması halinde, cezai yaptırımın ağırlaştırılmasının yanı sıra şirket yönetim kurulu üyeliğinden azledilmesine ve tayin edilen süre boyunca herhangi bir halka açık ortaklıkta yönetim kurulu üyeliği görevi icra edememesine yönelik olarak Sermaye Piyasası Kurulu’na Mahkeme’den talepte bulunma yetkisi verilmesine ilişkin mevzuat değişikliği yapılmasının suçun işlenmesinin önlenmesinde etkili ve caydırıcı olacağı değerlendirilmektedir.

Ayrıca, Türk hukukunda da, ABD'deki sisteme benzer şekilde, sermaye piyasası suçlarından zarar gören yatırımcıların tazmin edilmesini teminen, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 6362 sayılı SPKn ve alt düzenlemeleri uyarınca tesis ettiği idari para cezalarından, sermaye piyasası suçlarını işleyen failer hakkında hükmedilen adli para cezalarından ve suç neticesinde menfaat elde eden failin bu menfaati iadesinden oluşan bir fonun kurulmasına yönelik düzenleme yapılmasında fayda bulunmaktadır. Dolayısıyla, hem faile yönelik cezalandırma mekanizması, hem de zarar gören yatırımcıların tazminine yönelik iyileştirici bir sistem oluşturarak iki yönlü fayda elde edilecektir.

Son olarak belirtmek gerekir ki, ABD'deki düzenlemelerden yararlanılarak, piyasa dolandırıcılığı fiillerinin tespit edilmesini kolaylaştıracak muhbirlik sistemine (*whistleblowing*) ilişkin Türk hukukunda yasal düzenleme yapılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. Anılan sistem bir teşvik/ödül mekanizmasına dayandığından, kişilerin şahsi menfaatlerini ön planda tutarak gerçek olmayan raporlamalarda bulunulmasını önleyecek sıkı şekil şartlarına bağlı bir düzenleme yapılmasına dikkat edilmelidir. Piyasa dolandırıcılığına ilişkin yürütülen soruşturmaları aydınlatmak amacıyla düzenleyici ve denetleyici otoriteye iletilen ve belirli ölçütleri sağlayan bilginin karşılığı olarak bir teşvik ve ödül mekanizmasının sağlanmasına yönelik sistemin kanuni alt yapısının oluşturulması, etkin bir denetim ve inceleme sisteminin geliştirilmesinin önünü açacaktır.

KAYNAKÇA

- ‘Bear Raid’ Stock Manipulation: How and When It Works, and Who Benefits, <<https://knowledge.wharton.upenn.edu/article/bear-raid-stock-manipulation-how-and-when-it-works-and-who-benefits/>>, Erişim tarihi 13 Eylül 2019.
- “The LIBOR Scandal”, *Review of Banking&Financial Law*, 32(1), 2012, <<https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/The-LIBOR-Scandal.pdf>>, Erişim tarihi 7 Mart 2019.
- Aksoy Z, *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçu*, Seçkin Yayınevi, 2018.
- Avgouleas E, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse, A legal And Economic Analysis*, Oxford University Press, 2005.
- Bebchuk L A / Hamdani A, “Federal Corporate Law: Lessons From History”, *Columbia Law Review*, (106), 2006, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=927008&download=yes> Erişim tarihi 8 Ocak 2019, s. 1793-1839.
- Borsa İstanbul A.Ş., Tek Hisseli Vadeli İşlemler, <<https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/3078/single-stock-futures>>, Erişim tarihi 30 Aralık 2021.
- Borsa İstanbul A.Ş., Vadeli İşlem Sözleşmeleri, <<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/117/vadeli-islem-sozlesmeleri>>, Erişim tarihi 23 Ocak 2019.
- Cassim R, “An Analysis of Market Manipulation Under The Securities Services Act 36 of 2004 (Part2)”, *SA Merc LJ*, 20(2), 2008, s. 177-198.
- CFTC kuralları, <<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/chapter-I>>, Erişim tarihi 24 Ocak 2019.
- CFTC Rule 180.1 ve 180.2, <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/ama_f_qa_final.pdf>, Erişim tarihi 29 Ocak 2019.
- Chitimira H, *Market Abuse Regulation In South Africa, The United States Of America And The United Kingdom*, Vernon Press Series In Law, 2018.
- Coffee J C, “Law And The Market: The Impact Of Enforcement”, *University of Pennsylvania Law Review*, 156(2), 2007, <https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1218&context=penn_law_review> Erişim tarihi 10 Eylül 2021, s. 229-311.

- Commodity Futures Modernization Act, <<https://www.congress.gov/106/bills/hr5660/BILLS-106hr5660ih.pdf>>, Erişim tarihi 24 Ocak 2019.
- Crandall M S, “State Securities Regulation and Internet”, *Legislation&Public Policy*, 5(23), 2001, <<https://www.nyuclpp.org/wp-content/uploads/2012/11/Marc-S.-Crandall-State-Securities-Regulation-and-the-Internet.pdf>> Erişim tarihi 9 Eylül 2021, s. 23-31.
- Çete E, *Yatırımcı Mağduriyetinin Giderilmesinde ABD Fair Fund Uygulamasının Türkiye İçin Analizi*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2013.
- Çikot Ö, “Emtia Borsaları”, *Sermaye Piyasasında Gündem*, (90), 2010, <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2010_gundem_201002.pdf> Erişim tarihi 27 Ağustos 2019, s. 7-32.
- Çoşkun S, *Sermaye Piyasası Hukukunda Piyasa Dolandırıcılığı (6362 Sayılı SPKn Md.107)*, On İki Levha, 2021.
- Delaware Code, Ch 17 sec. 1703-1704, <<http://delcode.delaware.gov/title19/c017/index.shtml>>, Erişim tarihi 8 Ocak 2019.
- Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act-Dodd Frank Act, <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf>, Erişim tarihi 30.12.2021.
- Ersan İ, *Finansal Türevler-Futures, Options, Swaps*, 2. Baskı, Literatür, 1998.
- Evik A H, *Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları*, Seçkin Yayınevi, 2004.
- Ferrarini G A, “The European Market Abuse Directive”, *Common Market Law Review*, 41(3), 2004, s. 711-741.
- Fischel D R / Ross D J, “Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?”, *Harvard Law Review*, (105), 1991, <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1554&context=journal_articles>, Erişim tarihi 30 Aralık 2018, s. 503-553.
- Fletcher G G S, “Benchmark Manipulation”, *Iowa Law Review*, (102), 2017, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2776731>, Erişim tarihi 9 Eylül 2021, s. 1929-1982.

- Foerster M, “Frequently Asked Questions About Regulation M” <<https://media2.mofo.com/documents/faqs-regulation-m.pdf>>, Erişim tarihi 20 Ocak 2019.
- Garner A B / Campbell H, *Black’s Law Dictionary*, 9. Bası, St. Paul MN, 2009.
- Hurwitz M H / Kovacs J “An Overview Of The SEC’s Whistleblower Award Program”, *Fordham Journal Of Corporate & Financial Law*, 21(3), 2016, s. 531-580.
- Işık O, “Hukuki Açidan Borsa ve Türleri”, *Yalova Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, (1), 2012, <http://yalova.edu.tr/Files/UserFiles/83/10_Isik.pdf>, Erişim tarihi 24 Ocak 2019, s. 216-258.
- İhtiyar M, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, Beta, 2006.
- Karabacak S, *Açığa Satış İşlemleri*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara 2002, <<http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/429> >, Erişim tarihi 20 Ocak 2019.
- Kaval C, *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Piyasa Dolandırıcılığı ve Bilgi Suistimali Suçları*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2015.
- Keskin A D, *Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2007.
- Kim N M, “Malone v. Brincat: The Fiduciary Disclosure Duty of Corporate Directors Under Delaware Law”, *Washington Law Review*, 74(4), 1999, <<https://digitalcommons.law.uw.edu/wlr/vol74/iss4/5/>>, Erişim tarihi 14 Nisan 2021, s. 1151-1179.
- Kütük H İ, *Sermaye Piyasasında Manipülasyon, Cezai ve Hukuki Sonuçları*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 2010.
- Kütükçü D, *Sermaye Piyasası Hukuku*, Cilt 2, Beta, 2004.
- Lin T C W, “The New Market Manipulation”, *Emory Law Journal*, 66(6), 2017, s. 1253- 1314.
- Manavgat Ç, *Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2008.
- Markham J, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, M.E.Sharpe, 2014.
- Memiş T / Turan G, *Sermaye Piyasası Hukuku*, Seçkin, 2017.

Nelemans M, "Redefining Trade-Based Market Manipulation", *Valparaiso University Law Review*, 42(4), 2008, s. 1169-1220.

Palmiter A R, *Securities Regulation: Examples and Explanations*, 3. Bası , Aspen, 2005.

Regulation 13(B)-2, <<https://www.sec.gov/rules/final/34-47890.htm>>, Erişim tarihi 23 Ocak 2019.

Regulation M, <<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-242>>, Erişim tarihi 20 Ocak 2019.

Regulation of Short Sales, <<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-242>>, Erişim tarihi 20 Ocak 2019.

Roe M J, "Delaware And Washington As Corporate Lawmakers", *Delaware Journal Of Corporate Law*, 34(1), 2009, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1396886>, Erişim tarihi 8 Ocak 2019, s. 1-33.

Sarbanes-Oxley (The Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002), <<https://legcounsel.house.gov/Comps/Sarbanes-oxley%20Act%20Of%202002.pdf>>, Erişim tarihi 2 Ocak 2019.

SEC, Annual Report Division of Enforcement, 2020, <<https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2020.pdf> >, Erişim tarihi 14 Nisan 2021.

SEC, Elon Musk Settles SEC Fraud Charges; Tesla Charged With and Resolves Securities Law Charge, Press Release, <<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-226>> Erişim tarihi 13 Kasım 2018.

SEC, SEC Awards Record Payout of Nearly \$50 Million to Whistleblower, Press Release, <<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-126>>, Erişim tarihi 2 Haziran 2021.

SEC, Whistleblower Program Annual Report, 2020, <https://www.sec.gov/files/2020%20Annual%20Report_0.pdf >, Erişim tarihi 25 Mayıs 2021.

Securities Act of 1933, <<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>>, Erişim tarihi 13 Ocak 2019.

Securities Act of Washington, <<https://apps.leg.wa.gov/RCW/default.aspx?cite=21.20>>, Erişim tarihi 11 Ocak 2019.

Securities Exchange Act of 1934, <<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%200f%201934.pdf>>, Erişim tarihi 13 Ocak 2019.

Sommer A A, “Rule 10b-5: Notes for Legislation”, *Case Western Reserve Law Review*, 17(4), 1966, <<http://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4414&context=caselrev>> Erişim tarihi 26 Kasım 2018, s. 1029-1053.

The California Corporations Code, <https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/codes_displayText.xhtml?lawCode=PEN&division=&title=7.&part=2.&chapter=4.5.&article=1>, Erişim tarihi 31 Aralık 2018.

The Commodity Exchange Act, <<https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/chapter-1>>, Erişim tarihi 24 Ocak 2019.

The Commodity Transaction Act, sec. 21.30.060, <<https://app.leg.wa.gov/RCW/default.aspx?cite=21.30.060>>, Erişim Tarihi 12 Ocak 2019.

The Delaware Securities Act, sec. 73-201(1), <<http://delcode.delaware.gov/title6/c073/sc02/index.shtml>>, Erişim tarihi 3 Ocak 2019.

The Wheatley Review of LIBOR Final Report, 2012, <https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf>, Erişim tarihi 7 Mart 2019.

The Wheatley Review Of LIBOR: Initial Discussion Paper, 2012, <https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191763/condoc_wheatley_review.pdf>, Erişim tarihi 8 Mart 2019.

Toroman C / Tunçsiper B, “Şirket Skandalları İle Muhasebe Eğitimi Arasındaki İlişki ve Bu Skandalların Muhasebe Eğitim Sistemindeki Yansımaları”, *XXVI. Türkiye Muhasebe Eğitim Sempozyumu*, 2007, s. 161-178.

Turanboy A, *Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı)*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990.

U.S Supreme Court, “Chris-Craft Ind., Inc. v. Piper Aircraft Corp.”, 430 U.S. 1 (1977) <<https://casetext.com/case/chris-craft-ind-inc-v-piper-aircraft-corp>>, Erişim tarihi 13 Haziran 2022.

- U.S Supreme Court, “Ernst & Ernst v. Hochfelder”, 425 U.S. 185 (1976) <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/425/185/>> , Erişim tarihi 13 Haziran 2022.
- U.S Supreme Court, “Santa Fe Industries, Inc. v. Green”, 430 U.S. 462 (1977) <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/430/462/>>, Erişim tarihi 29 Mayıs 2022.
- Unger C J, “Section 1103 Of The Sarbanes-Oxley Act: Securities And Exchange Commission V. Gemstar-Tv Guide International, Inc., And The Ninth Circuit's Interpretation Of ‘Extraordinary Payments’”, *Western New England Law Review Symposium: Issues In Community Economic Development*, 29(1), 2006-2007, <<https://digitalcommons.law.wne.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1072&context=lawreview>> Erişim tarihi 8 Eylül 2019, s. 231-264.
- United States of America V. Michael Coscia, <https://caselaw.findlaw.com/us-7th-circuit/1869999.html#footnote_2>, Erişim tarihi 1 Nisan 2019.
- United States Securities And Exchange Commission Vs Elon Musk, <<https://www.sec.gov/litigation/complaints/2018/comp-pr2018-219.pdf> >, Erişim tarihi 30 Kasım 2019.
- Verstein A, “Benchmark Manipulation”, *Boston College Law Review*, 56(1), 2016, s. 215-272.
- Whistle Blower Program Annual Report to Congress, 2018, <<https://www.sec.gov/files/sec-2018-annual-report-whistleblower-program.pdf>>, Erişim tarihi 9 Şubat 2018.
- Yadlin O, “Is Stock Manipulation Bad? Questioning the Conventional Wisdom with the Evidence from the Israeli Experience”, *Theoretical Inquiries in Law*, 2(2), 2001, <<https://www7.tau.ac.il/ojs/index.php/til/article/view/219/195>> Erişim tarihi 20 Ocak 2019, s. 839-864.