



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
HUKUK İŞLERİ DAİRESİ**

**BÜYÜK MİKTARLI EMİR BİLGİSİNE DAYANARAK  
İŞLEM (FRONTRUNNING) YAPANLARIN SORUMLULUĞU**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**PINAR GÜREL**  
Uzman Hukukçu Yardımcısı

**HAZİRAN 2003**  
**ANKARA**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Sermaye piyasalarının gelişiminde, adil, dürüst ve şeffaf işleyen piyasanın tesisi büyük rol oynamaktadır. Bu amaçla, “bilgi edinmede fırsat eşitliği”nin sağlanması; bilginin eşit koşullar ve eş zaman içinde dağılımı ve kamuya açıklanmamış bilginin kullanılmasının yasaklanması önem kazanmaktadır. Söz konusu yasaklamanın, özellikle, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının oluşumu sürecinde önem arz eden bilgileri, konumu ve statüsü gereği edinme imkanına sahip olan kişiler tarafından, söz konusu avantajın kullanılarak, piyasadaki fırsat eşitliğini bozucu işlem yapılmasını engelleyecek şekilde getirilmesi gerekmektedir. Nitekim, aksi halde dürüst işlemeyen piyasaya, yatırımların aktarılmaması ve mevcut yatırımların piyasadaki çekilmesi ile katılım azalacaktır.

Sermaye piyasalarında, türev piyasaların gelişmesi, türev araçların kullanımının artması ve kurumsal yatırımcıların, dolayısıyla büyük miktarlı emirlerin çoğalması etkenleri ile yaygınlaşan frontrunning fiili de, genellikle konumu ve statüsü gereği, kamuya açıklanmamış ve fiyata etki gücü olan müşteri emri kaynaklı bilgileri edinme imkanına sahip olan kişilerin, bu avantajlarını kullanarak, piyasadaki fırsat eşitliğini bozucu işlem yapmaları ile gerçekleşmektedir. Frontrunning fiilinin engellenmesi açısından, düzenleme yapılması ihtiyacının önemine karşın, yasa koyucular, düzenleyici otoriteler ve yargı organları, söz konusu hızlı gelişime ayak uyduramamış ve fiili işleyenin cezai sorumluluğuna ilişkin açık düzenleme getirilmemiştir. Frontrunning fiiline ilişkin açık düzenleme eksikliği, çeşitli ülkeler tarafından, söz konusu fiilin, kendi mevzuatlarında yer alan davranış kuralları içinde değerlendirilmesi ile giderilmeye çalışılmıştır. Bu itibarla, piyasa ve yatırımcılar için potansiyel bir tehlike oluşturan frontrunning fiilinin unsurlarının ortaya konulması ve mevcut mevzuat çerçevesinde değerlendirilmesi, ülkemiz açısından da önem arz etmektedir.

Bu çalışmada öncelikle, sermaye piyasalarının sağlıklı ve dürüst işleyişinde önemli yere sahip ve konumları itibariyle bilgi edinmede avantajlı durumda olan sermaye piyasası kurumları personelinin hukuk dışı fiilleri ilk bölümde belirtilmiş, ikinci bölümde, anılan fiiller içinde yer alan frontrunning fiilinin tanımı, unsurları ve türlerine yer verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümde, frontrunning fiili, Türk ve Amerikan ve diğer ülke sermaye piyasası mevzuatları çerçevesinde değerlendirilmiş; fiilin Türk ve Amerikan sermaye piyasası mevzuatları çerçevesinde uygulanabilirliği tartışılmış ve fiilin her iki hukuk düzeninde de “içerden öğrenenlerin ticareti”ne ilişkin hükümler kapsamında değerlendirilmesinin mümkün olduğu sonucuna varılmıştır. Yine aynı bölümde, frontrunning fiilinin ihlal ettiği özdüzenleyici ve düzenleyici kuruluş kurallarına yer verilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümde de sermaye piyasalarının sağlıklı işleyişinin temini açısından, frontrunning fiilinin önlenmesine ilişkin önerilerde bulunulmuştur. Bu kapsamda;

(i) Frontrunning fiilini yasaklayan kuralların ayrıntılı olarak belirlenmesi ve söz konusu kurallar hakkında ilgililerin bilgilendirilmesi,

(ii) Müşteri emirlerine ilişkin doğru saat ve dakika bilgilerinin bulunmasına yönelik düzenlemeler yapılması ve belge ve kayıt düzeninin sağlıklı işleyişinin sağlanması,

(iii) Uzaktan erişim projesinin üçüncü aşamasının da mümkün olan en kısa sürede tamamlanması ve sistemin kullanılmasının yaygınlaştırılması,

(iv) Sermaye piyasası kurumları ihtisas personellerinin hem müşterileri hem kendi hesaplarına işlem yapmalarına ilişkin politikaların belirlenmesi, bu kapsamda anılan kişilerin kendi hesaplarına da işlem yapmalarına izin verilmesi haline, konunun frontrunning fiilinin işlenmesini engelleyecek önlemler alınarak sıkı şekilde düzenlenmesi ve söz konusu hesaplar üzerinde özel olarak gözetim yapılması,

(v) Frontrunninge ilişkin piyasa gözetiminin etkinliğinin artırılması açısından, frontrunning fiilinin tespitine ilişkin uyarı programları içeren bilgisayarlı gözetim sistemlerinin geliştirilerek kullanılması,

(vi) Kamunun aydınlatılması ve caydırıcılığın sağlanması açısından, yatırımcıların işlemlerini gerçekleştirdikleri sermaye piyasası kurumları ve personelinin, frontrunning de dahil hukuka aykırı fiillerine ilişkin bilgi sahibi olmasının sağlanması,

(vii) Frontrunning fiilinin takibi açısından, uluslararası işbirliklerinin geliştirilmesi ve sınır ötesi sermaye piyasası suçlarında acil durumlara yönelik olarak, daha hızlı müdahalenin sağlanabilmesini teminen sermaye piyasası kurumlarının denetim faaliyetlerini ortaklaşa yürütmelerinin sağlanması önerilmiştir

Çalışmada, hukukta atıf usullerinde, atıfların metnin bütünlüğünü bozmaması yöntemi benimsendiğinden, 16.10.1998 tarih ve 1998/16 sayılı Genelge'den farklı olarak, atıflar aynı sayfada dipnot olarak verilmiştir.

## İÇİNDEKİLER

GİRİŞ.....	1
1. Sermaye Piyasası Kurumları Personelinin Hukuk Dışı Fiilleri .....	2
2. Frontrunning .....	2
2.1. Genel Olarak .....	2
2.2. Tanımı .....	3
2.3. Unsurları .....	5
2.3.1. İşleyen Kişi .....	5
2.3.2. Maddi Unsurları.....	6
2.3.2.1. Menfaat Sağlama Amacıyla Kullanma .....	6
2.3.2.2. Bilgi .....	7
2.3.3. Zarar Görenler .....	8
2.3.3.1. Büyük Miktarlı Emir Veren Yatırımcılar .....	8
2.3.3.2. Aracı Kurumlar .....	9
2.3.3.3. Piyasa .....	10
2.4. Türleri.....	10
2.4.1. Basit Frontrunning (Simple Frontrunning) .....	10
2.4.2. Bilgi Verilen Üçüncü Kişi Tarafından Gerçekleştirilen Frontrunning (Tippee Frontrunning) .....	11
2.4.3. İstem Dışı Frontrunning (Unintentional Frontrunning).....	12
2.4.4. Kendi Kendine Frontrunning (Self Frontrunning).....	12
2.4.5. Piyasalar Arası Frontrunning (Intermarket Frontrunning) .....	13
2.4.6. Araştırma Tavsiyesi ile Bağlantılı Frontrunning (Frontrunning Connected With a Research Recommendation).....	15
2.4.7. Melez Frontrunning (Cross Frontrunning) .....	16
3. Frontrunning Fiilinin Türkiye, ABD ve Diğer Ülke Mevzuatları Çerçevesinde Değerlendirilmesi	16
3.1. Türk Sermaye Piyasası Mevzuatı .....	16
3.1.1. Sermaye Piyasası Kanunu .....	16
3.1.1.1. Madde 47/A-2 .....	16
3.1.1.2. Madde 47/A-1 .....	17
3.1.2. Diğer İlgili Mevzuat .....	25
3.1.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri ve Öz Düzenleyici Kuruluş.....	25
3.1.2.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası .....	26
3.2. ABD Sermaye Piyasası Mevzuatı .....	27
3.2.1. Securities Exchange Act of 1934 .....	27
3.2.1.1. Madde 15(f).....	27
3.2.1.2. Madde 10(b) ve Kural 10b-5.....	28
3.2.2. Diğer İlgili Mevzuat .....	34
3.2.2.1. Öz düzenleyici kuruluş.....	34
3.2.2.2. Borsalar .....	35
3.2.3. Yargı Kararları .....	36
3.3. Diğer Ülke Uygulamaları .....	37
3.3.1. Hong Kong .....	37
3.3.2. Kanada .....	38
3.3.3. Avrupa Birliği .....	39

4. Frontrunning Fiilinin Önlenmesi ve Tespitine İlişkin Öneriler.....	40
4.1. Frontrunning Fiiline İlişkin Kuralların Açık Olarak Belirlenmesi.....	40
4.2. Frontrunning Fiiline İlişkin Kuralların İhlali Halinde Doğacak Sorumlulukların Belirlenmesi .....	40
4.3. Belge Kayıt Düzeninin Sağlıklı İşlemesi ve Denetimi (Audit Trail) .....	41
4.4. İMKB Hisse Senedi Piyasası Uzaktan Erişim Ağı Projesinin Tamamlanması .....	42
4.5. Çifte İşleme İlişkin Politikaların Belirlenmesi.....	43
4.6. Etkin Gözetim Sisteminin Kurulması .....	44
4.7. Sermaye Piyasası Kurumlarının İhtisas Personeline İlişkin Mesleki Bilgilerin Kamuya Duyurulması.....	45
4.8. Uluslararası İşbirliğinin Sağlanması .....	46
SONUÇ .....	47
KAYNAKÇA.....	49

## KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
age.	: Adı geçen eser
Agm.	: Adı geçen makale
ASE	: American Stock Exchange
B.	: Bası
bk.	: Bakınız
C.	: Cilt
CFTC	: Commodity Futures Trading Commission
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ITSFEA	: Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988
md.	: Madde
NASD	: National Association of Securities Dealers, Inc.
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
No.	: Numara
NYSE	: New York Stock Exchange
OSC	: Ontario Securities Commission
PSE	: Philippine Stock Exchange
RICO	: Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act
S.	: Sayı
s.	: Sayfa
SDNY	: States District Court for the Southern District of New York
SEA	: Securities Exchange Act of 1934
SEC	: Securities and Exchange Commission
Seri:V No:6 sayılı Tebliğ	: Aracılık Faaliyetlerinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ
Seri:V No:46 sayılı Tebliğ	: Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliđi
Seri:V No:51 sayılı Tebliğ	: Aracı Kuruluşların Türev araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerinde Düzenleyecekleri Belgeler ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ
Seri:V No:55 sayılı Tebliğ	: Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
Seri:V No:59 sayılı Tebliğ	: Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliğ
SFC	: Securities & Future Comission
SFO	: Securities & Futures Ordinance
SPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
TAKASBANK	: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK.	: Türk Ticaret Kanunu
UMIR	: Universal Market Integrity Rules (For Canadian Marketplaces)

## GİRİŞ

Gelişmiş sermaye piyasalarının temelini teşkil eden dürüst ve şeffaf piyasanın yapı taşlarından biri “bilgi edinmede fırsat eşitliği” ilkesidir. Bilgi edinmede fırsat eşitliğini sağlamak açısından, bilginin eşit koşullar ve eş zaman içinde dağılımı ve kamuya açıklanmamış bilginin kullanılmasının yasaklanması önem kazanmaktadır. Bu itibarla, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının oluşumu sürecinde önem arz eden bilgileri, konumu ve statüsü gereği edinme imkanına sahip olan kişilerin, bu avantajlarını kullanarak, piyasadaki fırsat eşitliğini bozucu işlem gerçekleştirmelerini engelleyen düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Aksi durum, piyasanın sağlıklı ve dürüst işleyişini bozacağından, bir yandan piyasaya katılımın azalması, diğer yandan kaynakların etkin dağılımının bozulması sonucunu doğuracaktır.

Sermaye piyasalarında, türev piyasaların gelişmesi, türev araçların kullanımının artması ve kurumsal yatırımcıların, dolayısıyla büyük miktarlı emirlerin çoğalması ile yaygınlaşan frontrunning<sup>1</sup> fiili de, genellikle konumu ve statüsü gereği, kamuya açıklanmamış ve fiyata etki gücü olan müşteri emri kaynaklı bilgileri edinme imkanına sahip olan kişilerin, bu avantajlarını kullanarak, piyasadaki fırsat eşitliğini bozucu işlem yapmaları ile gerçekleşmektedir. Frontrunning fiilinin engellenmesi açısından, düzenleme yapılması ihtiyacının önemine karşın, yasa koyucular, düzenleyici otoriteler ve yargı organları, söz konusu hızlı gelişime ayak uyduramamış ve fiili işleyen cezai sorumluluğuna ilişkin açık düzenleme getirmemiştir. Frontrunning fiiline ilişkin açık düzenleme eksikliği, çeşitli ülkeler tarafından, söz konusu fiilin, kendi mevzuatlarında yer alan davranış kuralları içinde değerlendirilmesi ile giderilmeye çalışılmıştır. Bu itibarla, piyasa ve yatırımcılar için potansiyel bir tehlike oluşturan frontrunning fiilinin, unsurlarının ortaya konulması ve mevcut mevzuat çerçevesinde değerlendirilmesi, ülkemiz açısından da önem arz etmektedir.

Bu çerçevede, çalışmada öncelikle, sermaye piyasalarının sağlıklı ve dürüst işleyişinde önemli yere sahip ve konumları itibariyle bilgi edinmede avantajlı durumda olan sermaye piyasası kurumları personelinin hukuk dışı fiilleri belirtilmiş, ikinci bölümde, anılan fiiller içinde yer alan frontrunning fiilinin tanımı, unsurları ve türlerine yer verilmiş, üçüncü bölümde frontrunning fiilinin, Türk ve Amerikan sermaye piyasası mevzuatları çerçevesinde uygulanabilirliği tartışılmış, diğer ülke uygulamalarından örneklere yer verilmiş ve sonraki bölümde de frontrunning fiilinin önlenmesine ilişkin önerilerde bulunulmuştur. Çalışma, çalışmada ulaşılan sonuçların özetlendiği sonuç bölümü ile son bulmaktadır.

---

<sup>1</sup> “Büyük miktarlı emir bilgisine dayalı işlem” olarak adlandırılabilir bu kavram, çalışmanın bütünlüğünü bozmamak amacıyla çalışmada orijinal ismi ile kullanılacaktır.

## 1. Sermaye Piyasası Kurumları Personelinin Hukuk Dışı Fiilleri

Sermaye piyasasının temel işlevini yerine getirmesi sırasında en önemli görevlerden biri, arz ve talebin karşılaştırılmasında etkin rol oynayan aracı kurumlara düşmektedir. Bir güven kurumu olan aracı kurum ve personelinin hukuka uygun hareket etmeleri büyük önem taşımaktadır.

Bu nedenle hükümetler, üst düzenleyici kuruluşlar ve öz düzenleyici kuruluşlar tarafından, aracı kurum ve personelinin sermaye piyasası faaliyetlerini hukuka uygun yürütmelerinin sağlanması amacıyla, çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Söz konusu düzenlemelerden çıkan ortak ilkeler; aracı kurum ve ihtisas personelinin, müşterileri ile girdikleri ilişkilerde, ticari onur ile dürüst ve eşit işlem ilkesini gözetmeleri, müşterilerinin mali durumları ile yatırım amaçlarını anlamaları ve bu çerçevede hareket etmeleri (müşterini tanı kuralı), hile, desise ve manipülatif işlemlerde bulunmamaları şeklinde sayılabilir.

Yukarıda sayılan ilkelere aykırılık teşkil eden ve aracı kurumlar ile ihtisas personelinin konuları nedeniyle işleme olasılıkları yüksek olan hukuk dışı fiiller<sup>2</sup>; müşteri tanıma kuralına aykırılık (unsuitability), yetkisiz işlem yapma (unauthorized trading), gerekli açıklamayı yapmama (misrepresentation/omission), aşırı alım satım işlemi yapma (churning), güvene dayalı sorumluluğun ihlali (breach of fiduciary duty), aracı kurum dışında işlem yapma (selling away), aşırı yoğunlaşma (overconcentration), söz/garanti verme (promises and guarantees), kar-zarar paylaşımı (sharing in profits and losses), büyük miktarda müşteri emrine dayanarak işlem yapma (frontrunning), toplu iletilen emirlerin hileli dağıtımı (bunching) olarak belirlenebilecek olup, konuya ilişkin ayrıntılı bilgiye çalışma ekinde yer verilmektedir.

## 2. Frontrunning

### 2.1. Genel Olarak

1929 yılında yaşanan “büyük bunalım”dan sonra, menkul kıymetler piyasasında yaşanan en büyük düşüş, 1987 yılı ekim ayında gerçekleşmiştir. New York Borsası’nda (New York Stock Exchange-NYSE) işlem gören hisse senetlerinin 1 trilyon \$ değer kaybettiği ve Dow Jones Sınai Endeksinin bir günde 508 puan düştüğü gün “Kara Pazartesi” olarak anılmaktadır. Ekim 1987 krizinden sonra, birçok kurum ve başkan Reagen’in tarafsız inceleme yapması amacıyla oluşturduğu “Piyasa Mekanizmalarına İlişkin Başkanlık Çalışma Grubu” (Presidential Task Force on Market Mechanisms) tarafından, anılan çöküşün nedenlerini ve sonuçlarını inceleyen<sup>3</sup> raporlar hazırlanmıştır.

<sup>2</sup> Mal piyasalarındaki hukuk dışı fiiller için bkz. MARKHAM, Jerry W.: Prohibited Floor Trading Activities Under The Commodity Exchange Act, Fordham Law Review, Vol.58, 1989, s.1-52.

<sup>3</sup> Kara Pazartesinin nedenlerini ve sonuçların inceleyen Başkanlık Çalışma Grubu, SEC, Commodity Futures Trading Commission (CFTC), Genel Muhasebe Bürosu, NYSE, en büyük kurumsal sermaye yönetim şirketi olan Wells Fargo, CME ve Bank of England tarafından hazırlanan Raporlar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Markham, Jerry W./Stephanz, Rita McCloy: The Stock Market Crash of 1987 - The United States Looks At New Recommendations, The Georgetown Law Journal, Vol.76, S.1993, 1998, s.1993-2043.



Söz konusu raporların tümünde, broker<sup>4</sup>lar tarafından, gerçekleşecek bir emir veya işlem kaynaklı, menkul kıymet veya future sözleşmesi gibi bir finansal aracın fiyatını etkileyebilecek, önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak işlem yapılması -ki bu fiil frontrunning olarak adlandırılmaktadır- piyasanın çöküşüne neden olan etkenlerden biri olarak belirtilmiştir. 1989 yılında mal piyasalarında, FBI tarafından gerçekleştirilen bir operasyon sonucunda da, borsa üyeleri tarafından gerçekleştirilen ve aralarında frontrunning fiilinin de bulunduğu hukuk dışı fiiller ortaya konulmuştur.

Anılan gelişmeler üzerine, frontrunning fiilinin ne kadar yaygın ve piyasalar açısından ne kadar tehlikeli olduğu anlaşılmış; konu üzerinde çalışmalar yapılmaya başlanmış, önlemler alınmış ve düzenlemeler yapılmıştır.

## 2.2. Tanımı

Frontrunninge ilişkin bir tanım birliği bulunmamakla birlikte, konuya ilişkin olarak uygulamada ve doktrinde benimsenen çeşitli tanımlar şöyle sıralanabilir;

Howard'a göre frontrunning, broker-dealer<sup>5</sup> ya da diğer piyasa katılımcılarının -uzmanlar, blok alım satım işlemi yapanlar, kuruluşlar gibi- blok müşteri emri kaynaklı önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye sahip iken, müşteri emrinin yerine getirilmesinden önce işlem yapmasıdır. Diğer bir deyişle, frontrunning, broker-dealer veya piyasa katılımcısının, bir müşteri emrinin sermaye piyasası araçlarının fiyatında yaratacağı olası değişimden yararlanmak amacıyla, müşteri emrinden önce işlem yapmasıdır<sup>6</sup>.

Bovi, frontrunningi, brokerın, müşterisi tarafından gerçekleştirilecek blok alım-satım işlemine ilişkin önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak menfaat elde etme amacıyla işlem yapması olarak tanımlamaktadır<sup>7</sup>.

Myslivić'e göre ise frontrunning, gerçekleşecek bir blok işleme ilişkin önemli ve kamuya açıklanmamış bir bilgiye sahip olan kişinin, blok işleme konu menkul kıymeti veya opsiyon sözleşmesini alımı veya satımıdır<sup>8</sup>.

Business Times'da yayımlanan bir makalede frontrunningin, piyasa katılımcılarının, piyasa fiyatını etkilemesi beklenen bir işlem bilgisine dayanarak menfaat elde edecekleri bir pozisyon almaları şeklinde tanımlandığı görülmektedir<sup>9</sup>.

---

<sup>4</sup> 1934 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun 3(a)(4) maddesinde "broker" başkaları hesabına menkul kıymet alım satım işlemleri yaparak faaliyet gösteren kişi ya da kurum olarak tanımlanmıştır. Bu kavram çalışmada orijinal ismi ile kullanılacaktır.

<sup>5</sup> 1934 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun 3(a)(5) maddesinde "dealer" komisyoncu aracılığıyla kendi adına menkul kıymet alım satım işlemlerinde bulunarak faaliyet gösteren kişi ya da kurum olarak tanımlanmıştır. Bu kavram çalışmada orijinal ismi ile kullanılacaktır.

<sup>6</sup> HOWARD, Mark S.: Frontrunning In The Marketplace: A Regulatory Dilemma, Securities Regulation Law Journal, Vol. 19, 1991,s.263-264.

<sup>7</sup> BOVI, David M.: Rule 10b-5 Liability For Front-Running: Adding A New Dimension To The "Money Game", St. Thomas Law Review, Vol.103, 1994, s.2.

<sup>8</sup> MYSLIVIEC, Regina C.: Market Fraud And Its Victims (Chapter 8), Electronic Bull And Bears: U.S. Securities Markets and Information Technology, s.152, <http://www.wws.princeton.edu/cgi-bin/byteserv.prl/>, 2003.

<sup>9</sup> Front-Running The Rumour Mills, Business Times, 4.3.2001.

Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission-SEC) tarafından yapılan tanıma göre ise; frontrunning, menkul kıymet, opsiyon veya future sözleşmelerinin fiyatını etkileyebilecek, gerçekleşecek bir blok işleme dayanan, kamuya açıklanmamış bilgiye sahip olunarak, söz konusu işleme konu menkul kıymet, opsiyon veya vadeli sözleşmeler üzerinde işlem yapılmasıdır<sup>10</sup>.

Nihayet, NASAC tarafından yapılan tanımda ise, frontrunningin, broker veya aracı kurumun, kamuya açıklanmamış bir bilgiye dayanarak, müşterilerinden önce daha avantajlı fiyattan kendi hesaplarına işlem yapmaları olduğu belirtilmiş ve bu bilginin, bir habere ilişkin olabileceği gibi müşteri emri kaynaklı olabileceği de ifade edilmiştir<sup>11</sup>.

Söz konusu tanımlar birlikte değerlendirilerek içerdikleri ortak özellikleri ortaya koyan bir tanım yapılacak olursa; frontrunning, broker veya diğer piyasa katılımcılarının, bir sermaye piyasası aracına<sup>12</sup> ilişkin büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı, önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak, menfaat elde etmek amacıyla, müşteri emrinden önce müşteri emrine konu olan veya ilgili<sup>13</sup> sermaye piyasası aracı üzerinde işlem yapılmasıdır.

Frontrunninge ilişkin kimi tanımlarda kamuya açıklanmamış ve fiyata etki gücü bulunan, “büyük miktarlı emir” ifadesi yer alırken kimi tanımlarda “blok emir” ifadesi yer almaktadır. Blok işlem, aynı hisse senedinde büyük miktarlı işlemler olup, genellikle asgari 10,000 adet veya 200,000 \$ değerindeki emirler blok emir olarak adlandırılmaktadır. Frontrunning fiilinde önemli olan brokerın hakkında bilgi sahibi olarak işlem yaptığı müşteri emrinin, bir sermaye piyasası aracının fiyatını etkileme gücünü haiz bulunmasıdır. Nitekim, frontrunning işlemi sonucunda sadece müşteri emrinin büyük miktarlarda menkul kıymet içermesi durumunda kar elde edilebilecektir. Bu itibarla, çalışma kapsamında blok müşteri emrinin de, fiyatı etki gücünü haiz büyük miktarlı emir olduğundan yola çıkılarak, anılan nitelikleri haiz emir büyük miktarlı emir olarak adlandırılacaktır.

Frontrunning bir çok değişik şekillerde ortaya çıkabilmekle birlikte, tümünün ortak özelliği, frontrunning fiilini gerçekleştiren kişi açısından daha düşük fiyata alım veya daha yüksek fiyattan satım imkanı sağlamasıdır<sup>14</sup>. Bu çerçevede, konu bir örnekle açıklanacak olursa;

Saat: 10.00 (Bilgi): Bir yatırım fonu, brokera 1.000.000 adet XYZ hisse senedi alım emri verir.

Saat: 10.30 (Alış): Broker müşteri emrini sisteme iletmeden önce kendi hesabına 55 TL'den 20.000 adet XYZ hisse senedi alır.

<sup>10</sup> LOWENFELS, Lewis D. / BROMBERG, Alan R.: Security Market Manipulations: An Examination And Analysis of Domination And Control, Frontrunning and Parking, Albany Law Review, Vol.55, No.2, 1991, s.313.

<sup>11</sup> <http://www.nasac.com/evaluate.htm>.

<sup>12</sup> SPK'nın 3. maddesinde tanımlandığı üzere, “sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve şartları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Frontrunningde örneğin bir hisse senedine (menkul kıymet) ilişkin blok müşteri emri hakkında bilgi sahibi olarak, bu işlemin yaratacağı etkiden yararlanmak amacıyla opsiyon sözleşmesi (diğer sermaye piyasası aracı) üzerinde işlem yapılması mümkündür.

<sup>13</sup> Bkz. 2.4.7. Cross Frontrunning.

<sup>14</sup> HOWARD: agm., s.264.

Saat: 10.30 – 14.30 (Yükseliş): Yatırım fonunun 1.000.000 adet alım emrinin işleme girmesi ile XYZ hisse senedinin arzı azalacağından, fiyatı yükselir.

Saat:14.30 (Satış): Tüm emrin gerçekleşmek üzere olduğunu öngörerek broker 20.000 adet XYZ hisse senedini 56.50 TL'den, 30.000 TL kar ile satar.

Saat: 14.40 (Düşüş): Yatırım Fonunun 1.000.000 adet XYZ alım emrinin gerçekleşmesi ile hisse senedine talep azaldığından, hisse senedinin fiyatı düşer.

### **2.3. Unsurları**

Frontrunning, broker veya diğer piyasa katılımcılarının, büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak menfaat elde etmek amacıyla müşteri emrinden önce işlem yapmasıdır. Bu çerçevede frontrunningin unsurları aşağıdaki şekilde belirlenebilecektir.

#### **2.3.1. İşleyen Kişi**

Frontrunning fiilini işleyebilecek kişiler; broker, dealer ya da diğer piyasa katılımcıları şeklinde belirtilmiş olup, büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak işlem yapan herkes suçu işleyen olabilecektir. Örneğin, bir yatırım danışmanının bir müşterisinin büyük miktarlı işlemine ilişkin bilgi sahibi olarak müşteriden önce işlem yapması veya bir yatırım fonu yöneticisinin fon tarafından gerçekleştirilecek büyük miktarlı bir işleme ilişkin bilgi sahibi olarak fondan önce işlem yapması hallerinde, yatırım danışmanı veya yatırım fonu yöneticisinin fiili işleyen kişi olması mümkündür. Yine, büyük miktarlı müşteri emrine ilişkin bilgiye sahip olan kişinin bilgi verdiği kişi de bu bilgiyi menfaat sağlamak amacıyla kullandığında fiili işleyen kişi olacaktır.

Bu çerçevede, frontrunning sadece brokerlar tarafından gerçekleştirilebilecek bir fiil olarak kabul edilmiş olmamakla birlikte, pozisyonları itibariyle, kamuya açıklanmamış, büyük miktarlı işleme ilişkin bilgiye sahip olarak müşteriden önce işlem yapma imkanına sahip olanların başında brokerlar gelmektedir. Gerçekten de, brokerlar büyük miktarlı emir hakkında bilgi sahibi olmak ve bu bilgiye dayanarak müşteri emrinden önce işlem yapmak açısından yer ve zaman avantajına sahiptirler.

Bu cümleden olarak, frontrunningin en tipik örneği, brokerların müşterilerinin büyük miktarlı emirlerinden önce işlem yaparak bu fiili işlemesi olduğundan, bu çalışmada açıklamalar bu ekseninde yapılacaktır. Bununla birlikte, Türk hukukuna ilişkin açıklamaların, emir iletiminde sesli pazarlık (outcry) sisteminin değil<sup>15</sup>, elektronik ticaret sisteminin kullanılması nedeniyle, frontrunning fiilinin üye temsilcilerinden ziyade müşteri temsilcileri

<sup>15</sup> Sesli pazarlık (outcry) sisteminde, bağırarak ve el işaretleri kullanılarak işlem yapılmaktadır. Bir aracı kuruma alım-satım emri iletildiğinde, emri götüren kişi ya giderek ya da el işaretleri ile emri "pit"deki floor brokera iletmekte, floor broker da fiyatı geri bildirmektedir. The Operation of Futures Markets, Electronic Bull And Bears: U.S. Securities Markets and Information Technology, s.72, <http://www.wws.princeton.edu/cgi-bin/byteserv.pr/~ota/disk2/1990/9015/901506.PDF>, 2003.

Bu heyecan ve canlılığın piyasanın likiditesini arttırdığından bahisle, sesli pazarlık yöntemi savunulmakla birlikte, son yıllarda frontrunning gibi hukuk dışı fiillerin işlenmesine uygun ortam sağlaması da göz önünde bulundurulurken elektronik ticaret sistemine geçilmesine ilişkin çalışmalar yapılmaktadır.

tarafından daha yoğun olarak gerçekleştirilebileceği hususunun göz önünde bulundurulması yararlı olacaktır.

### **2.3.2. Maddi Unsurları**

Frontrunning fiilinin maddi unsuru; büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı önemli ve kamuya açıklanmamış bilginin, menfaat sağlamak amacıyla kullanılmasıdır.

#### **2.3.2.1. Menfaat Sağlama Amacıyla Kullanma**

Frontrunning fiilinde, broker veya diğer piyasa katılımcıları tarafından, bir sermaye piyasası aracına ilişkin, büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı, önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayanılarak, menfaat elde etmek amacıyla müşteri emrinden önce müşteri emrine konu olan veya ilgili sermaye piyasası aracı üzerinde işlem yapılmaktadır.

Frontrunning kapsamında, büyük miktarlı işlemin gerçekleşmesi ile etkilenecek fiyattan yararlanmak amacıyla alım-satım işlemi yapılmaktadır. Bu açıdan alım-satım işlemi, büyük miktarlı müşteri emrine konu sermaye piyasası aracı üzerinde yapılabileceği gibi, ilgisi nedeniyle kar elde edilmesi mümkün olan bir başka sermaye piyasası aracı üzerinde de yapılabilecektir<sup>16</sup>. Bu cümleden olarak, büyük miktarlı müşteri emrinden önce gerçekleştirilecek işlemin, müşteri emrinin ilişkin olduğu piyasada ya da bir başka piyasada yapılması mümkündür.

“Menfaat sağlama” ifadesi ile hem maddi hem de manevi yarar kastedilmektedir. Maddi anlamda menfaat sağlanması, kar elde etme veya zarardan kaçınma şeklinde olabilmektedir. Burada elde edilecek menfaat, büyük miktarlı alım emrinin, ilgili sermaye piyasası aracının fiyatını yükseltici, büyük miktarlı satım emrinin ise ilgili sermaye piyasası aracının fiyatını düşürücü etkisine dayanmaktadır<sup>17</sup>.

Örneğin, broker tarafından, müşterisinin bir hisse senedinin fiyatını artıracak nitelikteki büyük miktarlı alım emri üzerine, söz konusu emri sisteme iletmeden önce ilgili hisse senedinden alınması halinde “menfaat elde edilmesi”<sup>18</sup> veya müşterisinin bir hisse senedinin fiyatını düşürecek nitelikteki büyük miktarlı satış emri üzerine, söz konusu emri sisteme iletmeden önce kendi portföyündeki ilgili hisse senetlerinin satılması halinde “zarardan kaçınılması” söz konusu olmaktadır.

Manevi anlamda menfaat, ün veya prestij kazanılması yoluyla sağlanmaktadır. Büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı, önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayanılarak, broker tarafından doğrudan işlem yapılması suretiyle maddi menfaat sağlanabileceği gibi,

<sup>16</sup> MYSLIVIEC: agm., s.152.

<sup>17</sup> Plexus Grup tarafından yapılan araştırmada, bir blok işlemin %2 oranında etki yarattığı -derin olmayan piyasalarda ve çok büyük blok işlemlerde bu etkinin daha da yüksek olabileceği- tespit edilmiştir.

<sup>18</sup> Büyük miktarlı işlem karşılandıktan sonra fiyat, önceki fiyat seviyesine gerileyecektir. Bu itibarla, söz konusu emri bilen broker işlemin yaklaşık ne zaman sona ereceği bilgisine de sahip olduğundan, aldıktan hemen sonra satarak kar elde etmektedir. Blok işlemin göstergesi olan işlem hacmi ve fiyat bilgisini gösteren FirstAlert gibi bazı software programları sayesinde bir blok işlemde haberdar olan yatırımcıların da blok müşteri emrine ilişkin bilgiye sahip olarak işlem yapmaları mümkündür. Ancak onların, frontrunning fiilini işleyen kişiler gibi blok işlemin ne zaman sona ereceğine ilişkin bilgiye sahip olarak pozisyonu en uygun zamanda kapatma avantajları bulunmamaktadır. VINZANT, Carol: The New Improved Game of Insider Trading, Fortune, 1999, Vol.139 Iss.11, s.115-120.

söz konusu bilginin broker tarafından bizzat kullanılmayıp, örneğin prestij kazanmak amacıyla bir üçüncü kişiye aktarılması ile manevi menfaat sağlanması da mümkündür. Bu halde, diğer şartların da varlığı koşuluyla, broker manevi menfaat, bu bilgiye dayanarak işlem yapan üçüncü kişi de maddi menfaat sağlayacaktır.

### **2.3.2.2. Bilgi**

Frontrunning fiilinde, büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı önemli ve kamuya açıklanmamış bilgi<sup>19</sup> menfaat sağlamak amacıyla kullanılmaktadır<sup>20</sup>.

#### **2.3.2.2.1 Fiyata Etki Gücü Olması**

Frontrunning fiilinden söz edilebilmesi için, menfaat sağlamak amacıyla kullanılan büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı bilginin, fiyata etki gücü olması gerekmektedir.

Kural olarak, frontrunning fiilinde kullanılan bilginin fiyata etki gücü, emrin yeterince büyük miktarlı olmasına bağlı olarak kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Nitekim, frontrunningde bir sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek büyük miktarlı bir emre ilişkin bilgiye dayanılarak, bu olası değişiklikten yararlanmak amacıyla işlem yapılmaktadır. Diğer bir deyişle, frontrunning için önemli olan, brokerın, hakkında bilgi sahibi olarak işlem yaptığı müşteri emrine ilişkin bilginin, bir sermaye piyasası aracının fiyatını etkileme gücünü haiz bulunmasıdır. Zira; yeterince büyük miktarlı bir emir, piyasadaki arz ve talep dengesini etkileyeceğinden sermaye piyasası aracının fiyatına tesir edecek ve menfaat elde etme imkanı sağlayacaktır. Örneğin, belirli bir hisse senedine ilişkin büyük miktarlı bir alım emri o hisse senedine olan talebi artıracığından, hisse senedinin fiyatını artırıcı etki yaratacaktır. Aynı şekilde, belirli bir hisse senedine ilişkin büyük miktarlı bir satım emri o hisse senedinin arzını artıracığından, hisse senedinin fiyatını düşürücü etki yaratacaktır. Bu itibarla, frontrunning fiilinin mevcudiyeti bakımından da önemli ve gerekli olan, broker tarafından kullanılan bilginin, sermaye piyasası aracının fiyatını artırıcı ya da düşürücü etki yaratma gücünü haiz bir bilgi olmasıdır.

#### **2.3.2.2.1.1 Kamuya Açıklanmamış Olması**

Frontrunning fiilinde, menfaat sağlamak amacıyla kullanılan büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı bilginin kamuya açıklanmamış olması gerekmektedir. “Kamuya açıklanmamış olma” kıstasındaki amaç, fiyatın bilgiyi yansıtmadığı durumlarda, bilgi avantajına sahip olan kişinin menfaat elde etmesinin önlenmesi olup, “bilgide eşitlik” ilkesinin sağlanmasıdır.

---

<sup>19</sup> Kamuya açıklanmamış ve fiyata etki gücü olan bilginin kullanılması gerek içerden öğrenenlerin ticareti gerek frontrunning düzenlemeleri çerçevesinde yasak olmakla birlikte, bu nitelikteki bilgiye kişinin, kamuya açıklanmış bilgileri kullanarak, yeteneği, tecrübesi ve becerisi sonucunda ulaşılması durumunun (mozaik teorisi) hukuka aykırı olmadığı kabul edilmektedir. CACCESE, Michael S.: Insider Trading Laws And The Role of Securities Analysts, Financial Analysts Journal, 1997, Vol.53, No.2, s.2.

<sup>20</sup> Frontrunning fiilinde hakkında bilgi sahibi olunarak işlem yapılan müşteri emrine ilişkin bilginin “kamuya açıklanmamış” ve “fiyata etki gücü olan” bilgi olması ayrıca aranmaktadır. Anılan kıstaslar kural olarak fiilin niteliği gereği mevcuttur.

Kural olarak, frontrunningde menfaat sağlamak üzere kullanılan bilgi, niteliği itibariyle kamuya açıklanmamış bir bilgidir. Zira, söz konusu bilginin kamuya açıklanması halinde, emre konu olan veya ilgili sermaye piyasası aracının fiyatı etkilenecek, büyük miktarlı müşteri emrinin sisteme iletilmesinden önce, kendi hesabına işlem yaparak menfaat sağlama amacı ile işlem yapan kişinin, bu amacını gerçekleştirme olasılığı da azalacaktır. Örneğin, büyük miktarlı alım emrinin duyulması halinde, büyük miktarlı alım emrinin fiyatını artıracak hisse senedine talep artacağından, hisse senedinin fiyatı artacak, böylelikle hisse senedinin ulaşacağı yeni fiyat menfaat sağlama amacında olan kişi bakımından avantajını yitirecektir. Aynı şekilde büyük miktarlı işlem gerçekleştiren müşteriler de, işlemlerine ilişkin bilginin açıklanması halinde, emre konu olan veya ilgili sermaye piyasası aracının fiyatı etkileneceğinden, emirlerine ilişkin bilginin açıklanmamasını istemektedirler. Brokerların da, müşterileri ile aralarındaki güvene dayalı sorumluluk ve müşterileri menfaatine hareket etme yükümlülükleri çerçevesinde, bu bilgiyi açıklamamaları gerekmektedir.

Sonuç olarak, büyük miktarlı müşteri emrine ilişkin bilginin kamuya açıklanmaması ve kamuya açıklanmamış olan bilginin ise kullanılmaması gerekmekte olup, bu nitelikte bir bilginin kullanılması halinde, diğer şartlar da mevcutsa frontrunning fiili gerçekleşmiş olacaktır.

### **2.3.3. Zarar Görenler**

Frontrunning fiili, büyük miktarlı emri veren müşterinin, aracı kurumların ve piyasa genelinde tüm yatırımcıların zarar görmesine neden olmaktadır<sup>21-22</sup>.

#### **2.3.3.1. Büyük Miktarlı Emir Veren Yatırımcılar**

Frontrunning fiili nedeniyle zarar görenler arasında en önemli grubu, büyük miktarlı emir veren yatırımcılar oluşturmaktadır. Nitekim, brokerın, müşteri emrini sisteme iletmeden önce kendi hesabına gerçekleştirdiği işlem ile, ilgili sermaye piyasası aracının fiyatı artmaktadır/düşmektedir. Bu itibarla yatırımcı, büyük miktarlı emir verdiği sermaye piyasası aracını, frontrunning fiilinin gerçekleştirilmemiş olması durumunda alabileceği/satabileceği fiyattan daha yüksek/düşük fiyattan almak/satmak durumunda kalmaktadır. Bu nedenle, frontrunningin “parayı yatırımcının cebinden alıp, brokerın cebine koymak” olduğu ifade edilmektedir<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> Brokerların ticari risklerini dengelemek amacıyla kar elde etmek zorunda oldukları, frontrunningin Wall Street’de çok yaygın bir uygulama olduğu, büyük bir emirden önce bir kaç vadeli işlem yapılmasının kimseye zarar vermeyeceği ve frontrunningin kurumsal yatırımcıların bilgisi dahilinde hatta teşviki ile ortaya çıktığından –kurumsal yatırımcıların yapacakları işlemlere ilişkin olarak düşük komisyon oranları istemeleri halinde bu hukuk dışı fiilin gerçekleşeceğini bildikleri ve kabul ettikleri- bahisle frontrunningin zararlı olmadığı da savunulmakla birlikte, frontrunning fiilinin hukuk dışı bir fiil olduğu ve piyasanın şeffaflığını ve bütünlüğünü bozduğu açıktır. BOVI: agm., s.6-7.

<sup>22</sup> İçeriden öğrenenlerin ticaretinde zarar görenlerin; yatırımcılar, etkinliğini yitiren piyasa ve ilgili şirket olduğu belirtilmektedir. Anılan hususa ilişkin ayrıntılı bilgi ve karşıt görüş için bkz. O’CONNOR, Marleen A.: Towards A More Efficient Deterrence Of Insider Trading: The Repeal Of Section 16(b), Fordham Law Review, 1989, Vol.58, s.315-319.

<sup>23</sup> BOVI: agm., s.3.

Büyük miktartlı emirler, genellikle, kurumsal yatırımcılar tarafından verildiğinden, frontrunning fiili nedeniyle çoğunlukla, bu yatırımcılar zarar görmektedir. Öte yandan, kurumsal yatırımcılar yanında, dolaylı olarak küçük yatırımcılar da zarar görmektedir. Nitekim, yatırım fonları ve özellikle emeklilik fonları, küçük yatırımcıların hayatları boyu yaptıkları tasarruflar sonucu edindikleri birikimlerini yönetmektedir<sup>24</sup>.

Diğer taraftan, büyük miktartlı emir veren yatırımcılar açısından, frontrunning endişesi de zarara yol açabilmektedir. Bunun tipik örneği, büyük miktartlı emir veren müşterilerin, frontrunninge karşı kendilerini korumak için; emirlerinin büyük miktartlı olduğunu saklamak amacıyla, emirlerini, parçalara ayırarak, farklı zamanlarda veya farklı müşteri temsilcileri aracılığıyla gerçekleştirmeyi tercih etmeleri durumunda ortaya çıkmaktadır. Zira, bu durumda, işlem maliyetleri artmaktadır. Bir diğer örnek ise, frontrunningi önlemek için kurumsal yatırımcının, büyük miktartlı alım emirlerine ilişkin önceden bir değerlendirme yaparak, aracı kurum ile bu fiyatın altından alınması halinde komisyon ve prim vermek üzere anlaşmasıdır. Yapılan bu anlaşma ile frontrunning fiili önlenirken, yine işlem maliyeti artmaktadır.

#### **2.3.3.2. Aracı Kurumlar**

Frontrunning fiili brokerlar/aracı kurumlar için karlı bir uygulama olarak gözükmekle birlikte, fiilin, kaybedilmesi muhtemel komisyonlar nedeniyle zarar doğurucu olması da mümkündür.

Nitekim, yatırımcılar ve portföy yöneticileri, kendilerine daha fazla para kazandıran aracı kurumlarla çalışmakta ve müşteri emirlerinden önce menfaat sağlamak amacıyla işlem yapan aracı kurumlar ile iş ilişkilerini kesmektedirler. Büyük yatırım fonu yöneticilerinin çoğu, işlerini yaimakta ve hakkında frontrunning yaptığı yönünde söylentiler olan aracı kurumlar ile iş yapmaktan kaçınmaktadırlar. Bu itibarla, aracı kurumlar, frontrunning sayesinde kısa vadede kar elde edebilecek olsalar da, uzun vadede, bu uygulamadan çekinen kurumsal yatırımcıların işlemleri nedeniyle elde edebilecekleri komisyonları kaybedeceklerinden zarar edeceklerdir.

Frontrunning fiilini gerçekleştiren aracı kurumların kendilerine zarar vermekle kalmadıkları, aynı zamanda frontrunning yapmayan aracı kurumlara da zarar verdikleri iddia edilmektedir<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> BOVI: agm., s.5.

<sup>25</sup> Konuya ilişkin verilen dolaylı örnek olay şöyledir; Mart 1992'de Salomon Brothers (Salomon) adlı aracı kurum; çalışanının, bir işlemi bilgisayar sistemine girerken yaptığı hatadan dolayı milyonlarca dolarlık hisseler yanlışlıkla satmıştır. Bu satış Salomon'u milyonlarca dolarlık zarara uğratmış ve Dow Jones Sınai Endeksini yaklaşık 15 puan düşürmüştür. Bu hata kısmen de olsa yatırımcıların frontrunning korkusundan kaynaklanmıştır. Nitekim, diğer bazı aracı kurumlar gibi Salomon da müşterilerine frontrunning konusunda güvence verebilmek için önlemler almış, alım-satım yapanların bilmedikleri emirler hakkında frontrunning yapamayacakları düşüncesiyle alım satım emirlerinin müşteri temsilcilerine iletmeksizin doğrudan sisteme iletilmesini sağlamak amacıyla müşterilerine Super Dot bilgisayar sistemi imkanını sunmuştur. Bu bilgisayarlar sayesinde müşteriler emirlerini Salomon ya da diğer aracı kuruluşlar aracılığıyla iletebilmektedirler. Anılan zarar da bu sistemin kullanılışı sırasında müşteri emrinin çift girilmesi nedeniyle gerçekleşmiş olup, Salomon'un frontrunning endişesi ile bu sistemi kullanmamış olması halinde bu hatanın belki de hiç yapılmayacağı belirtilmektedir. BOVI: agm., s.6.

### 2.3.3.3. Piyasa

Frontrunning fiilinde, brokerın sermaye piyasası aracının fiyatını yükseltecek ya da baskı altına alacak kamuya açıklanmamış bilgiyi, diğer bir deyişle büyük miktarlı müşteri emrini kendi menfaatine kullanması söz konusudur. Bu nedenle, örneğin, büyük miktarlı alım emrine ilişkin bilgiyi edinemeyen yatırımcılar, hisse senetlerini, söz konusu bilgiye sahip olduklarında satabileceklerinden daha düşük fiyata satmaktadırlar<sup>26</sup>.

Bilginin bu şekilde hukuka aykırı olarak kullanılması, piyasanın dürüst ve şeffaf işleyişini engelleyerek, piyasanın bütünlüğünü ve güvenliğini bozmaktadır<sup>27</sup>. Dürüst ve şeffaf olma niteliği kaybolan piyasaya da, yerli ve yabancı yatırımcılar yatırımlarını aktarmayı tercih etmeyeceklerinden, yeni yatırımların gelmemesine ve varolan yatırımların piyasadaki çekilmesine neden olacaktır. Bunun sonucunda da, piyasanın derinliği ve likiditesi azalacaktır.

## 2.4. Türleri

### 2.4.1. Basit Frontrunning (Simple Frontrunning)

Basit frontrunningde, brokerın, müşterisinin gerçekleştirecek büyük miktarlı emrinden kaynaklanan, önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye vakıf olarak işlem yapması, daha açık bir deyişle; brokerın müşterinin büyük miktarlı emrini girmeden önce, kendi adına işlem yaparak, büyük miktarlı işlemin piyasada yaratacağı fiyat hareketliliğinden yarar sağlaması söz konusudur. Bu tip frontrunning esas olarak menkul kıymet borsalarında gerçekleşmektedir<sup>28</sup>.

Burada süreç, müşterinin brokera bir sermaye piyasası aracına ilişkin büyük miktarlı emir vermesi ile başlamakta, brokerın müşterinin emrini girmeden önce kendi hesabına, müşteri emrine konu sermaye piyasası aracı üzerinde işlem yaparak menfaat elde etmesi ile tamamlanmaktadır.

Buna göre, müşterinin büyük miktarlı alım emrinin gerçekleşmesi ile hisse senedine talep artacak, dolayısıyla hisse senedinin fiyatı yükselecektir. Bu durumda da, broker söz konusu artıştan önce aldığı hisse senetlerini artan fiyattan satarak kar elde edecektir. Yine benzer şekilde, müşterinin büyük miktarlı satım emri vermesi ile hisse senedinin arzı artacak, dolayısıyla hisse senedinin fiyatı düşecektir. Broker da, müşteri emrini girmeden önce kendi hesabında bulunan aynı hisse senedini satarak yarar sağlayacak, ileride işlemin gerçekleşmesi nedeniyle oluşması muhtemel kaybını önleyecektir<sup>29</sup>.

---

<sup>26</sup> BOVI: agm., s.5.

<sup>27</sup> VINZANT: agm., s.115-120.

<sup>28</sup> HOWARD: agm., s.264.

<sup>29</sup> HOWARD: agm., s.265.



## 2.4.2. Bilgi Verilen Üçüncü Kişi Tarafından Gerçekleştirilen Frontrunning (Tippee Frontrunning)

Bu türde frontrunning fiili, müşterinin büyük miktarlı alım/satım emri hakkında bilgi sahibi olan kişinin bilgi verdiği, üçüncü bir kişi tarafından gerçekleştirilmektedir.

Bu yöntem, brokerlar tarafından yakalanma riskinin azaltılması amacıyla çok sık kullanılmaktadır. Nitekim, brokerın kendi müşterisinin emrini girmeden önce kendi hesabına işlem yapması halinde hesapların incelenmesi sonucu söz konusu hukuka aykırılığın tespit edilmesi ihtimali yüksektir. Dolayısıyla anılan riskin azaltılması amacıyla, broker müşterisinden aldığı büyük miktarlı işlem emrine ilişkin bilgiyi, sisteme ilemeden önce, bizzat kullanmamakta, diğer bir broker veya hatırlı müşterisine iletmektedir.<sup>30</sup>

Uygulamada, büyük miktarlı emre ilişkin bilgi genellikle, yakalanma riskini azaltmak amacıyla, açık değil; örtülü şekilde iletilmektedir. Buna ilişkin olarak, sesli pazarlık sisteminde karşılaşılan yöntemlerden biri, müşteri emrini alan işlem masasındaki kişinin, brokerı arayarak X hisse senedine ilişkin büyük miktarlı bir müşteri alım emri bulunduğunu, satmak isteyip istemediğini sorması şeklinde gerçekleşmektedir. Brokera bu şekilde, satmak isteyip istemediğinin sorulmasındaki asıl amaç, X hisse senedine ilişkin müşteri emrini gerçekleştirmek değil, X hisse senedine ilişkin büyük miktarlı emir alındığına ve bu nedenle hisse senedinin fiyatının artacağına ilişkin bilginin iletilmesidir. Zira, işlem masasında, müşteriden emir alan kişi, brokerın bu miktarda emri karşılamasının mümkün olmadığını bilerek sormaktadır. Böylece, arz ve talebin karşılaştırılmasına aracılık edildiği görüntüsü verilerek, bilginin, emri alan kişiden bir başka kişiye aktarılması sağlanmaktadır. Konuya ilişkin diğer yöntemler, gerçekleşecek büyük miktarlı emirden kaynaklanan bilginin, frontrunning fiilinin ilgilisi olan kişiye, yanlış telefon numarası çevrildiği izlenimi uyandıracak şekilde ya da “Bu sabah X hisse senedi favorim” şeklinde mesaj verilmesi suretiyle iletilmesi olarak ortaya çıkmaktadır.

Söz konusu yöntemlerle, örneğin büyük miktarlı alım emri hakkında bilgi sahibi olan broker, müşteri emrine konu hisse senedinin fiyatının artacağı öngörüsü ile X hisse senedi alıp, büyük miktarlı emrin gerçekleşmesi üzerine, düşük fiyattan aldığı X hisse senetlerini, artan fiyattan satarak kar elde etmektedir<sup>31</sup>. Büyük miktarlı müşteri emrine ilişkin bilgiyi alan bir başka müşteri ise, yine yakalanma riskini azaltmak amacıyla, bilgiyi aldığı broker değil, bir başka broker aracılığıyla kendi hesabına işlem yapmakta, müşteri emrine konu hisse senedinden alıp, düşük fiyattan aldığı hisse senetlerini, büyük miktarlı müşteri emri gerçekleştiğinde artan fiyattan satarak kar elde edilmektedir.

Genellikle söz konusu bilgi menfaat elde etme amacıyla verilmektedir<sup>32</sup>. Frontrunning sonucunda elde edilen karın, menfaat ilişkisi içerisinde bulunanlar arasında doğrudan veya yine yakalanma riskini azaltmak amacıyla, gizlenerek paylaşılması mümkündür.

<sup>30</sup> VINZANT: agm., s.115.

<sup>31</sup> VINZANT: agm., s.115.

<sup>32</sup> Brokerlar bazen bu şekilde kendilerinin frontrunning işlemini gerçekleştirmelerinden daha fazla menfaat elde ederler. HOWARD: agm. s.267.

Büyük miktarda emir bilgisini alan bir müşteri ise, sonraki (en az 1-2 hafta gibi bir süre geçmesi tercih edilir) yüksek miktarda emirlerini, büyük miktarda emir bilgisini veren broker aracılığıyla, yüksek komisyon vererek gerçekleştirmesi; büyük miktarda emir bilgisini alan broker ise, o da daha sonra kendi müşterilerinden aldığı bir büyük miktarda emir bilgisini, sisteme iletmeden önce bilgi aldığı brokera iletmesi suretiyle karın paylaşılması mümkündür.

### **2.4.3. İstem Dışı Frontrunning (Unintentional Frontrunning)**

İstem dışı frontrunningde, müşteri emrine ilişkin bilgiye dayanarak işlem yapılması söz konusu değildir. En tipik örneği; yatırım ve kalkınma bankalarının bir hisse senedi endeksine dayalı arbitraj işlemi yapmaları durumunda ortaya çıkmaktadır. Hisse senedi endeksine dayalı arbitraj işlemi, hisse senedi endeksli future sözleşmesinin piyasa fiyatı ile söz konusu future sözleşmesine konu hisse senetlerinden bir grubun piyasa fiyatı arasındaki fark dolayısıyla kar elde edilmektedir. Anılan işlemin planlandığı gibi gerçekleşmesi halinde, hisse senedi fiyatları düşse de yükselse de kar elde edilmektedir.

Hisse senedi endeksine dayalı arbitraj işlemi kaynaklı istem dışı frontrunninge; bir müşterinin, belirli bir hisse senedine ilişkin alım emrini brokera iletmesi ile eş zamanlı olarak, hisse senedi endeksine dayalı arbitraj işlemi yapması, örnek olarak gösterilebilir. Bu arbitraj işlemi çerçevesinde, müşterinin alım emri verdiği hisse senedini de içeren bir grup hisse senedinin alınması ve bu alım işleminin kapatılması için hisse senedi endeksi future sözleşmesi satımı için emir verilmesi halinde, arbitraj işlemine ilişkin emir, bu tür işlemleri yapan yatırımcıların kullandığı NYSE DOT sistemi gibi otomatik emir sistemleri ile gerçekleştirildiğinden, normal müşteri emirlerinden daha çabuk sisteme iletilmektedir. Sonuç olarak, arbitraj işlemi yapan yatırımcıların emirlerinin gerçekleşmesi nedeniyle, müşterinin emir verdiği hisse senedinin fiyatı artmakta ve müşteri, emrine konu hisse senedini normalde alacağından daha yüksek fiyata almak durumunda kalmaktadır. Bu tür frontrunning, tek bir hisse senedi üzerinde gerçekleşebileceği gibi, bir grup hisse senedi üzerinde de gerçekleşebilmektedir<sup>33</sup>.

### **2.4.4. Kendi Kendine Frontrunning (Self Frontrunning)**

Kendi kendine frontrunning, işlem konusu veya ilgili sermaye piyasası aracına sahip olan veya o sermaye piyasası aracında işlem yapmak isteyen kişinin, kendi büyük miktarda işlemi nedeniyle oluşacak fiyat hareketlerine karşı korunma (hedge) amacıyla, future veya opsiyon işlemlerinde karşı pozisyon almasıdır.

Büyük miktarda işlem gerçekleştirecek kişiler, işlemlerinin fiyat üzerinde yaratacağı etki nedeniyle zarara uğramaktadırlar. Nitekim, büyük miktarda alım işlemi gerçekleştiren kişi, işleminin fiyatı artırıcı etkisi nedeniyle daha yüksek fiyattan almak, büyük miktarda satım işlemi gerçekleştiren kişi de işleminin fiyatı düşürücü etkisi nedeniyle daha düşük fiyattan

---

<sup>33</sup> HOWARD: agm., s.268-269.

satmak zorunda kalmaktadır. Büyük miktarlı işlem nedeniyle uğranılan zararı telafi etmek amacıyla işlem gerçekleştirilmeden önce opsiyon sözleşmeleri kullanılmaktadır<sup>34</sup>.

Buna göre, büyük miktarlı satım işlemi gerçekleştirecek kişinin, satım opsiyonu (put option) alması veya alım opsiyonu (call option) yazması ile korunması mümkündür. Örneğin, X hisse senedinin değeri 100 \$ ise ve büyük miktarlı satım işlemi üzerine 90 \$'a düşmesi bekleniyorsa, 100 \$'dan alınacak satım opsiyonu ile -100\$'dan satma imkanı sağlayacaktır- veya yine 100 \$'dan alım opsiyonu yazılması ile -alım opsiyonunu alan fiyat düştüğünde opsiyonunu kullanmayacağından prim, opsiyonu yazanın olacaktır- korunma mümkün olmaktadır. Büyük miktarlı alım işlemi gerçekleştirecek kişinin de, alım opsiyonu alması ile korunması mümkündür. Örneğin, X hisse senedinin değeri 100 \$ ise ve büyük miktarlı alım işlemi üzerine 105 \$'a çıkması bekleniyorsa, 100 \$'dan alınacak alım opsiyonu -100'den alma imkanı sağlayacaktır- ile korunma mümkün olmaktadır.

Bu şekilde yapılan işlemlerde de, büyük miktarlı işlem bilgisine dayanılarak önceden işlem yapma söz konusudur. Ancak, büyük miktarlı işlemin tarafı olan kişi tarafından gerçekleştirilmesi halinde hukuka aykırı olup olmadığı tartışmalı bir konudur. Bununla birlikte genel görüş; kendi kendine frontrunningin meşru ve gerekli bir "korunma" şekli olduğu yönündedir. Borsalar ve düzenleyici kurumların da, bu tip frontrunningin, yasaklanıp yasaklanmaması konusunda oldukça tereddütte kaldıkları gözlemlenmektedir<sup>35</sup>. Gerçekten de, türev piyasaların temel amacının ve işlevinin, spot piyasalardaki fiyat hareketlerinden korunma imkanı vermek olduğu göz önünde bulundurulduğunda, kendi kendine frontrunning işleminin yasaklanmaması yönündeki görüşün yerinde olduğu sonucuna varılmaktadır.

Kendi kendine frontrunningde, fiilin hukuka aykırı olup olmadığının tespitinde, gerçekleşecek büyük miktarlı işlem bilgisine sahip olunarak vadeli işlem piyasasında, kim tarafından hangi amaçla pozisyon alındığı incelenmek suretiyle bir sonuca varılabilir. Bu kıstasın kabulü halinde, frontrunning büyük miktarlı işlemin tarafı olan kişi tarafından korunma amacı ile gerçekleştiriliyorsa hukuka uygun; büyük miktarlı işlemin tarafı olmayan üçüncü bir kişi tarafından kar elde etmek amacıyla gerçekleştiriliyorsa hukuka aykırı olarak kabul edilebilecektir.

#### **2.4.5. Piyasalar Arası Frontrunning (Intermarket Frontrunning)**

Piyasalar arası frontrunning; bir piyasada gerçekleşecek ve diğer bir piyasadaki fiyatı da etkilemesi muhtemel olan emir bilgisine dayanarak, diğer piyasada işlem yapılması olarak tanımlanmaktadır<sup>36</sup>. Bu tür frontrunningde, gerçekleştiği takdirde diğer bir piyasadaki fiyatı etkileyeceği öngörülen büyük miktarlı bir işlem bilgisine dayanarak, future ve opsiyon gibi türev piyasalarda veya diğer piyasalarda işlem yapılması söz konusudur<sup>37</sup>.

<sup>34</sup> MARKHAM, Jerry W.: "Front Running" – Insider Trading Under The Commodity Exchange Act, Catholic University Law Review, 1988, Vol.38, s.89.

<sup>35</sup> HOWARD: agm. s.269, Ayrıntılı bilgi için bkz. MARKHAM, agm. s.69-127.

<sup>36</sup> <http://risk.ifci.ch/134750.htm>.

<sup>37</sup> Piyasalararası frontrunninge konu olan finansal aracı düzenleyen otoritelerin farklı olması esasına dayanılarak yapılan ayırmada, future sözleşmelerin SEC ile CFTC'nin düzenleme alanına girdiği, opsiyon

Piyasalar arası frontrunning 3 şekilde gerçekleşebilir;

1) Büyük miktarda müşteri emri sisteme iletilmeden önce, büyük miktarda emre konu olan hisse senedinin konu olduğu opsiyon sözleşmesi yapmak veya opsiyon sözleşmesine ilişkin büyük miktarda müşteri emri sisteme iletilmeden önce opsiyon sözleşmesine konu hisse senedi üzerinde işlem yapmak,

2) Bir borsada gerçekleşecek büyük miktarda işlem bilgisine dayanarak, bir başka borsada işlem yapmak,

3) Bir endeksi oluşturan hisse senetlerinden birine veya o endekse ilişkin gerçekleşecek büyük miktarda işlem bilgisine dayanarak, ilgili endekse ilişkin opsiyon/future sözleşmesi yapmak veya endekse dayalı bir opsiyon/future sözleşmesine ilişkin büyük miktarda müşteri emri sisteme iletilmeden önce endeksi oluşturan hisse senetlerinden biri veya o endeks üzerinde işlem yapmak<sup>38</sup>.

Gerçekleştirilecek büyük miktarda işlemlerin önceden bilinmesi ile vadeli işlem piyasalarında işlem yapılarak kar elde edilmesi mümkündür. Bir hisse senedinin fiyatını düşürecek, büyük miktarda satım işlemine ilişkin bilgi edinen kişinin, o hisse senedinin konu olduğu satım opsiyonu alması veya alım opsiyonu yazması ile kar elde etmesi mümkündür<sup>39</sup>. Yine, bir hisse senedinin fiyatını artıracak bir büyük miktarda alım işlemine ilişkin bilgi edinen kişinin de, alım opsiyonu alması ile kar elde etmesi mümkündür. İşte bu yöntem kullanılarak gerçekleştirilen frontrunning, piyasalar arası frontrunning piyasalar arası frontrunning olarak adlandırılmaktadır.

Örneğin, müşterinin belirli bir hisse senedine ilişkin olarak büyük miktarda alım emri vermesi üzerine, brokerın söz konusu işlemi gerçekleştirmeden önce, kendi hesabına, türev piyasada alım opsiyonu alması ile, müşteri emri gerçekleştiğinde kar elde etmesi mümkündür. Nitekim, büyük miktarda müşteri emrinin girilmesi üzerine, hem spot piyasada hisse senedinin hem de ilgili hisse senedine ilişkin opsiyon sözleşmesinin fiyatı yükselecektir. Brokerın kendi hesabına işlem yapmasından sonra müşterinin alım emrini - muhtemelen daha yüksek fiyattan- gerçekleştirilmesi üzerine, piyasa müşterinin büyük miktarda alım emrine tepki verecek, fiyat yükselecektir. Böylece, broker müşterinin büyük miktarda emri gerçekleşmeden önce düşük fiyattan aldığı opsiyon sözleşmesini yüksek fiyattan satarak kar elde etme imkanını elde etmiş olacaktır.

Bir başka örnek olarak, bir kurumsal yatırımcının, NYSE de işlem gören Standard&Poors 500 endeksini oluşturan hisse senetlerinden bir grup için alım emri vermesi üzerine, brokerın söz konusu emri sisteme iletilmeden önce, kendi hesabına Chicago Mercantile Exchange'de (CME) işlem gören Standard&Poors 500 endeksinin konusunu teşkil ettiği future sözleşmesi satın alması gösterilebilir. Nitekim burada da,

---

sözleşmelerinin ise sadece SEC'nin düzenleme alanına girdiğinden bahisle, future sözleşmesi kullanılarak yapılan frontrunning piyasalararası frontrunning kabul ederken, opsiyon sözleşmeleri kullanılarak yapılan frontrunningi, piyasalararası değil basit frontrunning kabul eden görüş için bkz. HOWARD: agm., s.266-268.

<sup>38</sup> BOVI: agm., s.3.

<sup>39</sup> Bkz. 2.4.4. Kendi Kendine Frontrunning.

müşterinin büyük miktarda işlemi gerçekleştirdiğinde endeksin fiyatı artacak ve broker, future sözleşmesini yüksek fiyattan satarak menfaat elde edecektir<sup>40</sup>. Bu sırada, brokerin gerçekleştireceği işlem hem hisse senetlerinin hem de future sözleşmelerin fiyatını yükseltecek ve müşterinin emri normalde gerçekleşmesi gereken fiyattan daha yüksek bir fiyattan gerçekleşeceğinden müşteri zarar edecektir.

#### **2.4.6. Araştırma Tavsiyesi ile Bağlantılı Frontrunning (Frontrunning Connected With a Research Recommendation)**

Araştırma tavsiyesi ile bağlantılı frontrunning, bir araştırma raporuna dayanılarak tavsiyede bulunulmasından önce ya da hemen sonra -ancak söz konusu tavsiyenin özümsemesi için gerekli zaman geçmeden- alım/satım işlemi gerçekleştirilmesi olarak tanımlanmaktadır. Buna göre; bir aracı kurumun broker-dealeri veya çalışanları, aracı kurumun araştırma raporunda yer alan alım ya da satım tavsiyesi hakkında bilgi sahibi olarak, söz konusu rapordaki bilgi henüz kamuya açıklanmadan alımı veya satımı tavsiye edilecek sermaye piyasası aracı üzerinde tavsiye yönünde işlem yapmaktadır<sup>41</sup>. Tavsiye; alım yönünde ise, broker-dealerin, tavsiyenin kamuya açıklanmasını müteakip, önceden aldığı tavsiyeye konu sermaye piyasası aracını satarak kar elde etmesi; satım yönünde ise, önceden aldığı tavsiyeye konu sermaye piyasası aracını satabildiği için sermaye piyasası aracının fiyatındaki düşüşten etkilenmeyerek kaybını önlemesi mümkün olmaktadır.

Aracı kurum tarafından tavsiyede bulunulmasından önce, tavsiye edilecek sermaye piyasası aracının alınması ve tavsiye üzerine ilgili sermaye piyasası aracının fiyatında meydana gelecek değişikliklerden yararlanarak kar elde edilmesi olarak kabul edilen araştırma tavsiyesi ile bağlantılı frontrunning, aracı kurum çalışanın kendi portföyünde bulunan ve aldığı sermaye piyasası aracının fiyatının artması için müşterilerini yönlendirmesi ve o sermaye piyasası aracını tavsiye etmesi durumunda söz konusu olan "scalping"den, irade unsuru bakımından ayrılmaktadır. Frontrunning ile scalping arasındaki nüans, frontrunningde, tavsiyeye konu sermaye piyasası aracında, araştırma raporunun kamuya açıklanmasından önce, tavsiye yönünde pozisyon alınarak menfaat sağlanması söz konusu iken, scalpingde pozisyon alınan sermaye piyasası aracından menfaat sağlamak amacıyla pozisyon alınan sermaye piyasası aracına ilişkin olarak tavsiyede bulunulmaktadır. Frontrunningde süreç, tavsiyenin araştırma raporunda yer alması, tavsiye yönünde pozisyon alınması ve nihayet tavsiyenin kamuya açıklanması ile menfaat sağlanması şeklinde işlerken, scalpingde, hali hazırda mevcut olan pozisyondan menfaat sağlanması amacıyla tavsiyede bulunulması şeklinde işlemektedir.

---

<sup>40</sup> HOWARD: agm., s.266.

<sup>41</sup> Bazı yatırım danışmanlığı hizmetini veren aracı kurumlar, verecekleri tavsiyeden önce ilgili sermaye piyasası araçlarından yüklü miktarda alım yapmakta ve tavsiye edilecek sermaye piyasası araçlarını, tavsiye nedeniyle artacak talebi karşılamak ve böylece hızlı fiyat artışlarını önlemek amacıyla stokladıklarını, anılan işlemin hukuka aykırı olmadığını ileri sürmektedirler.

## 2.4.7. Melez Frontrunning (Cross Frontrunning)

Melez frontrunningde, büyük miktarda müşteri emrinin konusunu teşkil eden sermaye piyasası aracında değil, ancak getirisi ve/veya fiyatının artması müşteri emrine konu sermaye piyasası aracınıninkine bağlı sermaye piyasası aracı üzerinde işlem yapılmaktadır.

Örneğin General Motors veya Intel hisse senedinde gerçekleşecek büyük miktarda bir alım emri, Ford ve Motorola hisse senetlerinin de fiyatını artırıcı etki yaratacaktır. Ya da bir sektördeki en büyük şirketin hisse senetlerinde gerçekleşecek büyük miktarda bir alım işlemi, aynı sektördeki küçük şirketlerin hisse senetlerinin değerini de artıracaktır. Bu nedenle örneğin, bir endekse dahil X hisse senedinin büyük miktarda alımına ilişkin bilgiye sahip olarak söz konusu endeks üzerinde işlem yapılması, melez frontrunning olarak adlandırılmaktadır<sup>42</sup>.

## 3. Frontrunning Fiilinin Türkiye, ABD ve Diğer Ülke Mevzuatları Çerçevesinde Değerlendirilmesi

### 3.1. Türk Sermaye Piyasası Mevzuatı

#### 3.1.1. Sermaye Piyasası Kanunu

##### 3.1.1.1. Madde 47/A-2

SPK'nın 47/A-2 maddesinde manipülasyon suçu düzenlenmiştir. Buna göre, "yapay olarak sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, artırmak veya azaltmak amacıyla alım satımının yapılması" manipülasyon suçunu oluşturmaktadır.

Görüldüğü üzere, işlem bazlı manipülasyon açısından belirleyici unsur, sermaye piyasası araçlarının fiyatını yapay olarak etkileme amacının bulunmasıdır. Manipülasyon fiilinde fail; çoğunlukla sistematik çalışma ile, kendinden kendine işlemler veya anlaşmalı emirlerin karşılaşması gibi mülkiyette değişiklik yaratmayan alım satım işlemleri ile fiyatı etkilemeye (artırmak, azaltmak, aynı seviyede tutmak) çalışmaktadır.

İlk bakışta, frontrunning fiilinin, fiili işleyen kişinin bildiği bilgi henüz piyasaya yansımadığından gerçek arz talep dengesine göre oluşmamış yapay fiyattan işlem yapılarak menfaat elde edilmesi niteliği göz önünde bulundurularak, işlem bazlı manipülasyon kapsamında değerlendirilebileceği düşünülebilse de<sup>43</sup>, esasen frontrunningin bu madde kapsamında değerlendirilmesi mümkün değildir<sup>44</sup>. Nitekim,

<sup>42</sup> MCCANN, Craig: Detecting Personal Trading Abuses, 2000, <http://www.sec.gov/rules/other/f4-433/mccann1.htm>, 2003.

<sup>43</sup> *Margaret Hall Foundation v. Atlantic Financial Management, Inc.* davasında, Aracı kurum tarafından yanıltıcı bilgi verilerek alınması sağlanan hisse senedinin fiyatı yapay olarak artırıldığı ve portföylerinde bulunan hisse senetleri artan fiyattan satılarak kar edildiği tespit edilerek, fiyatın manipüle edildiğine karar verilmiştir. MARKHAM: agm., s.92-102.

Frontrunning fiilinde de, anılan manipülasyon fiilinde olduğu gibi, sağlıklı oluşmadığı bilinen fiyat üzerinden işlem yapılmaktadır. Ancak fiilin işlem bazlı manipülasyon kapsamında değerlendirilebilmesi için failin yapay fiyat oluşturma kastının bulunması aranmaktadır.

<sup>44</sup> ABD hukuku açısından konuya bakıldığında manipülasyon fiili Menkul Kıymetler Kanununun 9(a)(2) hükmünün yanısıra frontrunning fiilini de kapsayan 10b ve 10b-5 hükümlerini de ihlal edici niteliktedir. Nitekim anılan hükümler ile bir menkul kıymetin alım satımına ilişkin manipülatif, hileli işlemler yapılması ve açıklanması

frontrunning fiilinde, sermaye piyasası aracının fiyatını yapay olarak oluşturmak amacı ile değil, aksine gerçek arz ve talebin oluşturacağı fiyattan menfaat elde etmek amacıyla hareket edilmektedir<sup>45</sup>. Diğer bir deyişle, frontrunning fiilini gerçekleştiren kişinin gerçekleştirdiği işlem ile sermaye piyasası aracının fiyatını etkileme ve arz ve talebe göre belirlenen doğal fiyat oluşumunu bozma amacı bulunmamaktadır.

İşlem bazlı manipülasyonun en yaygın işleniş şekli, karşılıklı işlemlerdir. Karşılıklı işlemlerde, aynı kişi veya birlikte hareket eden kişiler, işlemin alıcı ve satıcı tarafında bulunmaktadır. Frontrunning fiilinde ise fiili işleyen kişi, işlemin alıcı veya satıcı tarafından yalnızca birinde bulunmakta olup, işlemin karşı tarafı ile arasında anlaşma bulunmamaktadır. Diğer bir deyişle, manipülasyonda her iki taraf da eşleştirilmiş işlem olduğunu bilirken, frontrunningde işlemin karşı tarafı gerçekten işlem yapmaktadır. Dolayısıyla, manipülasyonda gerçekleştirilen işlem fiktifken, frontrunningde yapılan işlem reeldir.

Bu çerçevede, manipülatif işlemlerde amaç, sermaye piyasası aracının fiyatını etkilemek iken, frontrunningde gerçekleştirilen işlemde amaç, sermaye piyasası aracının fiyatını yapay olarak etkilemek değil, -müşterinin büyük miktarda emri gerçekleştiğinde işlem konusu sermaye piyasası aracının fiyatında meydana gelecek değişiklikten yararlanarak- gerçek anlamda kar elde etmek<sup>46</sup> olduğundan frontrunning SPK 47/A-2 hükmü kapsamında değerlendirilemeyecektir.

### **3.1.1.2. Madde 47/A-1**

#### **3.1.1.2.1 Düzenleme**

SPK'nın 47/A-1 maddesinde, içerden öğrenenlerin ticareti suçu düzenlenmektedir. Anılan madde hükmüne göre, içerden öğrenenlerin ticareti, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisi veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmektir.

Frontrunningin söz konusu madde kapsamında girip girmediğinin değerlendirilmesi açısından, öncelikle maddenin amacı ve kapsamının belirlenmesi gerekmektedir. İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasındaki amaç, bilgiye ulaşma avantajına sahip olanların, kamuya açıklanmamış bilgiyi kullanarak diğer yatırımcılar aleyhine avantaj elde

---

gereken hususların açıklanmaması yasaklanmıştır. Manipülatif fiillerde de, hile ve desise ile yapay durum yaratılmakta ve fiyatların yapay olarak etkilendiği açıklanmamaktadır. MCLUCAS, William R. / ANGOTTI, Alma M.: Market Manipulation, Securities&Commodities Regulation, Vol.22, No.10, 1989, s.103-113.

<sup>45</sup> MARKHAM: agm., s.91

<sup>46</sup> CFTC tarafından, Mid-American Mal Borsasında (Mid-American Commodity Exchange) Jack Savage isimli brokerin, hesaplarını kontrol ettiği bazı müşterileri için vadeli işlem sözleşmelerini alırken eş zamanlı olarak diğer müşterilerinin hesaplarından vadeli işlem sözleşmelerini satarak önceden ayarlanmış işlemler gerçekleştirdiği, böylece karda olan hesaplar ile zararda olan hesapları kapattığı, yine kendi ile şirketinin müşterileri hesapları arasında önceden ayarlanmış işlemler yaparak menfaat elde ettiği tespit edilmiştir. Anılan brokerin yargılandığı *CFTC v. Savage* davasında; mahkeme karşılıklı işlemin niteliklerini ortaya koymuştur. Buna göre; karşılıklı işlemlerde, amaç gerçek anlamda kar elde etmek değildir ve gerçekleşen işlemde taraflardan biri gerçekten pazarlık ettiğine, işlem sonucunda kar elde edeceğine inanıyorsa söz konusu işlem "fiktif işlem" sayılmaz. MARKHAM: agm., s.92.

etmelerini, bir başka deyişle sermaye piyasalarındaki eşitlik ve dürüstlüğü bozarak, haksız kazanç elde etmelerini önlemektir. Bu çerçevede, “sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zarar bertaraf etmek” yukarıdaki amaç doğrultusunda yasaklanmıştır. Konunun daha iyi ortaya konulabilmesi için, içerden öğrenenlerin ticaretinin unsurlarının, ayrı başlıklar altında incelenmesinde yarar bulunmaktadır.

### **3.1.1.2.1.1 Bilgi**

Frontrunningin, 47/A-1 maddesi kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceğinin tespit edilebilmesi bakımından, öncelikle, madde ile kullanılması yasaklanan bilginin niteliğinin belirlenmesi gerekmektedir. Anılan hükümden, kullanılması yasaklanan bilginin niteliği itibarıyla şirket kaynaklı olmasının arandığının kabulü halinde, müşteri emri kaynaklı bilginin kullanıldığı frontrunning fiilinin madde kapsamında değerlendirilmesi mümkün olmayacaktır.

Farklı hukuk düzenlerinde de, içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin hükümlerin frontrunning fiilini kapsayıp kapsamadığı hususu, hükmün dar ya da geniş düzenlenmiş olmasına göre belirlenmektedir. Dar yaklaşımın benimsendiği düzenlemelerde; kamuya açıklanmamış, fiyata etkili bilginin; üzerinde işlem gerçekleştirilen hisse senetlerini ihraç eden şirket kaynaklı olması aranmaktadır. Geniş yaklaşımın benimsendiği düzenlemelerde ise, kamuya açıklanmamış, fiyata etkili bilginin şirket kaynaklı olması aranmamakta, bu nitelikteki her bilgi hangi kaynaktan edinilmiş olursa olsun suç kapsamında değerlendirilmektedir. Buna göre, frontrunning gibi, gerçekleşecek büyük miktarlı müşteri emirlerine veya scalping gibi yatırım tavsiyelerine ilişkin bilgilere dayanılarak menfaat sağlamak amacıyla gerçekleştirilen fiiller de, geniş yaklaşımın benimsendiği ülkelerde, içerden öğrenenlerin ticareti düzenlemeleri kapsamında değerlendirilmektedir. Dar yaklaşımın benimsendiği ülke düzenlemelerinin kapsamı ise, içerden öğrenenlerin ticareti ile sınırlı kalmaktadır<sup>47</sup>.

SPK'nın 47/A-1 hükmünde; içerden öğrenenlerin ticaretine esas teşkil eden bilginin, kamuya açıklanmamış olması ve sermaye piyasası aracının değerine etkide bulunabilme gücünün<sup>48</sup> bulunmasının arandığı, bunun ötesinde özellikle sermaye piyasası aracının üzerinde işlem yapılan şirket kaynaklı olmasının aranmadığı görülmekte, bu itibarla geniş yaklaşımın benimsendiği sonucuna varılmaktadır.

SPK'nın 47/A-1 hükmü ile, menfaat sağlamak amacıyla kullanılması yasaklanan bilginin, mutlaka üzerinde işlem gerçekleştirilen hisse senetlerini ihraç eden şirket kaynaklı olmasının aranmadığına ilişkin bir diğer gösterge de, madde metninin incelenmesi ile

<sup>47</sup> Ministry Of Economic Development: 2002 Reform of Securities Trading Law: Volume One: Insider Trading: Fundamental Review, Discussion Development, 2003, [http://www.med.govt.nz/buslt/bus\\_pol/bus\\_law/securities/insider/insider.pdf](http://www.med.govt.nz/buslt/bus_pol/bus_law/securities/insider/insider.pdf).

<sup>48</sup> Doktrinde ayrıca, bilginin kesin olması aranmakta, söylentiler içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında değerlendirilmemektedir.



ortaya çıkmaktadır. Şöyle ki, maddede bilgiye ulaşma avantajına sahip gruplar (statüye bağlı içerden öğrenenler) arasında sadece, şirket ve çalışanları değil, sermaye piyasası kurumları ve çalışanları da sayılmıştır. Bu açıdan yaklaşıldığında da, kullanılması yasaklanan bilginin şirkete hasredilmesinin amaçlanmadığı anlaşılmaktadır. Tarihsel yorum yoluyla da aynı sonuca ulaşılmaktadır, nitekim, 2499 sayılı Kanuna, 3794 sayılı Kanunla eklenen 47/A-1 hükmünün gerekçesinde de, içerden öğrenenlerin ticareti, “kamuya açıklanmamış bilgiye dayalı ticaret” olarak adlandırılmış ve kamuyu aydınlatma ilkesini zedeleyen, sermaye piyasalarında eşitlik ve dürüstlüğü bozan, haksız kazançlara yol açan bir işlem olduğu belirtilmiştir.

Öte yandan, içerden öğrenenlerin ticaretinin genel olarak tarihsel gelişimine bakıldığında, içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan hükümlerin ilk getiriliş amacının, şirket içinden bilgi edinenleri engellemek olduğu, ancak sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler üzerine bu alanla sınırlı kalmadığı, yargı kararları ile kamuya açıklanmamış ve sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek nitelikte bilginin menfaat elde etmek amacıyla kullanıldığı tüm halleri kapsayacak şekilde genişlediği görülmektedir. Nitekim, New York Borsası Kurumsal Yatırımcılar Tavsiye Komitesi (New York Stock Exchange Institutional Traders Advisory Committee) eski başkanı Jack Morton “Bugün, emir içerden bilgidir”<sup>49</sup> ifadesini kullanarak bu durumu açıkça ifade etmiştir.

Sonuç olarak, maddenin; “bilgiye ulaşma avantajına sahip olanların kamuya açıklanmamış bilgiyi kullanarak diğer yatırımcılar aleyhine avantaj elde etmelerini önlemek” şeklindeki amacı, kullanılması yasaklanan bilgiyi, şirket kaynaklı olacak şekilde sınırlamayan metni ve sermaye piyasalarının dinamik yapısı göz önünde bulundurulduğunda, böyle bir sınırlama getirilmediğinin kabulü ile frontrunningin madde kapsamında değerlendirilmesi yerinde bir yaklaşım olacaktır. Doktrinde de içeriden bilginin belirlenmesindeki temel kriterler, fiyata etkili ve kamuya açıklanmamış bilgi olarak öngörülmekte, bunun ötesinde bilginin şirket içinde üretilmiş olması veya şirket ve sermaye piyasası aracı ile doğrudan ilgili olması kriterleri aranmamaktadır.

Bu çerçevede, kamusal alanda ve şirket dışında bir yerde üretilmiş, ancak sermaye piyasası aracının değeri üzerinde etkili olması beklenen iktisadi, hukuki veya politik olaylarla ilgili bilgilerin kullanımı da suç kapsamında mütalaa edilmektedir. Buna göre, temettü ödeme kararları, şirket birleşme ve devirleri, teknolojik gelişmeler gibi, şirketlerin durum ve gelişmelerine ilişkin bilgilerin (sistemik olmayan bilgi) yanı sıra, ekonomik gelişim, rekabet, piyasa payı, şirketin piyasa değerini etkileyebilecek piyasa koşulları (işlem hacmi, piyasa açılış kapanış fiyatı, büyük miktarlı satışlar, işlem adedi vb.) ve diğer dış faktörler de, “içeriden bilgi kavramı” kapsamında sayılmaktadır<sup>50</sup>.

SPK'nın md. 47/A-1 hükmünde kullanılması yasaklanan bilginin şirket kaynaklı veya şirket ve sermaye piyasası aracı ile doğrudan ilgili olmak zorunda olmadığı, frontrunning fiilinde olduğu gibi müşteri emri gibi şirket dışında üretilmiş bilginin de maddenin

<sup>49</sup> VINZANT, agm., s.116.

<sup>50</sup> VARIŞ TEZCANLI, Meral: İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 1996, İstanbul, s.13.

kapsamında olduğu ortaya konulduktan sonra, frontrunning fiilinde kullanılması yasaklanan bilginin de içerden öğrenenlerin ticaretindeki gibi “kamuya açıklanmamış” ve “fiyata etkili” bilgi olduğu göz önünde bulundurulduğunda, 47/A-1 hükmünün, “bilgi” açısından frontrunningi kapsadığı sonucuna varılmaktadır.

Gerçekten de, frontrunning tanımında büyük miktarlı müşteri emrinden önce işlem yapılması yasaklanmış ve müşteri emri kaynaklı bilginin “kamuya açıklanmamış” ve “fiyata etki gücü bulunan” nitelikte bir bilgi olması gerektiği ayrıca vurgulanmıştır. Bu iki kıstas, yukarıda da belirtildiği üzere, 47/A-1 kapsamında bilginin niteliğine ilişkin aranan kıstaslar ile birebir örtüşmektedir. Ayrıca, söz konusu hususlar çalışmanın 2.3.2.2 bölümünde de ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, genellikle frontrunning fiilinin niteliği gereği mevcuttur.

Kısaca, içeriden öğrenenlerin ticareti için “kamuya açıklanmamış” ve “fiyata etki gücü olan” bilgiye ilişkin benimsenen kıstaslar çerçevesinde frontrunning değerlendirilecek olursa;

- Kamuya açıklanmamış bilgi

İçeriden öğrenenlerin ticaretinde, kamuya açıklanmamış bilgiye<sup>51</sup> dayanılarak işlem yapılmaması veya bilgi kamuya açıklandıktan sonra işlem yapılması ilkesi benimsenmiştir. Bilginin kamuya açıklanması yolunun tercih edilmesi halinde, yapılacak açıklamalarda bilginin, genel yatırımcı kitlesinin erişimine açık vasıtalarla duyurulmuş olması ve kamu tarafından algılanması için de makul bir sürenin geçmiş olması aranmaktadır. Burada amaç, bilginin fiyata yansıtılması için gerekli imkanın sağlanmasıdır. Kamuya açıklanmaması yolunun iradi veya zorunlu olarak tercih edilmesi halinde ise, o bilgiye dayanılarak işlem yapılması yasaktır.

Frontrunning fiilinde de kamuya açıklanmamış müşteri emrine ilişkin bilgiye dayanılarak işlem yapılmaktadır. Broker tarafından, müşterisi ile arasındaki ilişki nedeniyle emir girilene kadar kamuya açıklanmaması gereken, girildikten sonra da arz ve talep üzerinde yaratacağı etki nedeniyle kamuya açıklanmış sayılacak bilgi söz konusudur. Bu itibarla, brokerın müşteri emrine konu/ilgili sermaye piyasası aracı üzerinde, müşteri emri girilmeden önce işlem yapmaktan kaçınması ve emir gerçekleştikten sonra da makul bir süre geçtikten sonra işlem yapması gerekmekte olup, aksi hukuka aykırılık oluşturacaktır.

- Fiyata etki gücü olan bilgi

İçeriden öğrenenlerin ticaretinde, fiyata etki gücü olan bilginin bu niteliğinin bulunup bulunmadığının tespitinde kullanılan kıstaslardan en çok kabul görmüş olanı, “makul yatırımcının davranışını etkileme” kıstasıdır. Buna göre, açıklandığında ortalama, makul bir yatırımcının davranışını etkileyebilecek nitelikte bir bilgi, fiyatı etkileme gücünü haiz bir bilgidir. Daha açık bir anlatımla, yatırımcının arz ve talep kararını ve teklif edeceği veya

---

<sup>51</sup> Ayrıca, burada önemle belirtmek gerekir ki, içerden öğrenenlerin ticaretinde kullanılması yasaklanan “kamuya açıklanmamış” bilgi olup, söz konusu bilgi “kamuya açıklanması gereken” bilgi değildir. Nitekim kamuya açıklanmamış ve fiyata etkili her bilginin kamuya açıklanma zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu durum, “disclose or abstain” kuralı ile de açıkça ortaya konulmuştur. Buna göre işlem yapılmadan önce bilginin kamuya açıklanması gerekmekte, açıklanmasının tercih edilmemesi veya imkan bulunmaması halinde bilginin açıklanmaması mümkün olmakla birlikte, söz konusu bilgiye dayanılarak işlem yapılmaması gerekmektedir.

kabul edeceği fiyatı belirlerken bilgiyi dikkate alması bekleniyorsa, bilginin fiyatı etkileme gücü olduğu kabul edilir. Frontrunning fiilinde de büyük miktarda emrin bilinmesi halinde makul yatırımcıların arz ve talebe ilişkin davranışları değişecektir.

Sonuç olarak, frontrunningde de kamuya açıklanmamış ve fiyata etkili bilgi arandığından frontrunning fiili SPK 47/A-1 hükmü kapsamındadır.

### **3.1.1.2.1.2 Bilginin Kendisine veya Üçüncü Kişilere Menfaat Sağlamak Amacıyla Kullanılması**

SPK'nın 47/A-1 maddesinde düzenlenen suçun varlığı için gerekli diğer bir unsur, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgilerin, kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanılmasıdır. Belirtilen niteliklerdeki bilgi, bilgiyi edinen kişi tarafından bizzat bir işlem yapılması suretiyle kullanılabilir gibi, üçüncü kişilere aktararak da kullanılabilir. Burada önemli olan, bilginin menfaat elde etme amacıyla kullanılmasıdır.

Frontrunning fiilinde de kural olarak sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek nitelikteki büyük miktarda müşteri emrine ilişkin bilgi, "üzerinde işlem gerçekleştirilecek veya ilgili sermaye piyasası aracının fiyatında meydana gelecek artıştan yararlanmak" dolayısıyla, menfaat sağlamak amacıyla kullanılmaktadır. Bilginin, bilgi elde eden kişi tarafından bizzat kullanılması (Basit frontrunning) veya üçüncü bir kişiye (Bilgi verilen üçüncü kişi tarafından gerçekleştirilen frontrunning) iletmek suretiyle kullanılması mümkündür.

Sonuç olarak, frontrunningde de, menfaat sağlama amacıyla kullanma söz konusu olduğundan, frontrunning fiili SPK 47/A-1 hükmü kapsamındadır.

### **3.1.1.2.1.3 Bir Yarar Sağlama veya Zarardan Kaçınma**

SPK'nın 47/A-1 hükmünde, kamuya açıklanmamış ve fiyata etkili bilginin, kendisine veya üçüncü şahıslara menfaat sağlamak amacıyla kullanılması ve böylece mameleki yarar sağlanması veya bir zararın bertaraf edilmesi suç sayılmaktadır. Bu itibarla, 47/A-1 "sonuçlu suç"tur. Diğer bir deyişle, suçun varlığı için "bir yarar sağlama veya zarardan kaçınma" sonucunun gerçekleşmiş olması gerekmektedir.

Maddede öngörülen menfaatin, malvarlığına dair yani maddi olması aranmıştır<sup>52</sup>. Maddi menfaatin, bir yarar sağlama veya zarardan kaçınma şeklinde olması mümkündür.

<sup>52</sup> ABD 10b-5 hükmünde ise menfaat, maddi veya manevi olabilecektir. Aslen, ABD Kongresi ve SEC 10b-5 maddesinin uygulanması için "şahsi menfaat sağlama" unsurunu aramamıştır. Ancak yüksek mahkeme Dirks davasına ilişkin verdiği kararda "şahsi menfaat sağlama" unsurunu da şart olarak aramış ve bunun mutlaka parasal bir menfaat olmadığı, parasal kazanç kadar gelecekte kara dönüşebilecek bir itibar sağlamaktan ibaret olabileceğini belirtmiştir. Diğer bir deyişle şahsi menfaatin kapsamı tespit edilirken maddi menfaatlerin yanında itibarın artması da kabul edilerek menfaatin kapsamı genişletilmiştir. TURANBOY, Asuman: Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990, Ankara, s.73-74.

Yüksek mahkeme hakimlerinden Brudney, konuya ilişkin iki kriter ortaya koymuştur. Buna göre; (i) içerden öğrenenin bilgiyi açıklamasına karşılık bazı değerler elde etmesi; (ii) bilgiyi arkadaşlarına veya akrabalarına vererek kullandırması şahsi menfaat sağlama saikiyle hareketi göstermektedir. Sonuçta SEC şahsi menfaat sağlama kriterinin her olayın şartlarına göre farklı anlaşılmasının mümkün olduğundan bahisle bu hususu mahkemelere bırakmıştır. TURANBOY, age., s.70-75.

Ancak mameleki yarar sağlamak için mutlaka satın alınan sermaye piyasası aracının satışı, karın realize edilmesi aranmamaktadır. Sermaye piyasası aracının fiyatındaki yükselme mameleki yarar için yeterlidir.

Frontrunning fiilinde de, büyük miktarlı müşteri emrine dayanılarak menfaat sağlama amacıyla işlem yapılmaktadır. Menfaat, maddi olabileceği gibi manevi de olabilecektir. Bu açıdan bakıldığında, frontrunning fiilinin, büyük miktarlı müşteri emrine dayanılarak yapılan işlem sonucunda maddi menfaat elde edilmesi halinde 47/A-1 kapsamında olduğu, büyük miktarlı müşteri emrine ilişkin bilginin manevi menfaat elde etme amacıyla kullanılması halinde fiilinin 47/A-1 kapsamında değerlendirilmesinin mümkün olmadığı sonucuna varılmaktadır. Maddi menfaat elde edilmesi, örneğin, müşterinin bir hisse senedinin fiyatını artıracak nitelikteki büyük miktarlı alım emri üzerine, müşteri emrini sisteme iletmeden önce söz konusu hisse senedinden almak suretiyle “menfaat elde edilmesi” veya müşterinin bir hisse senedinin fiyatını düşürecek nitelikteki büyük miktarlı satış emri üzerine, müşteri emrini sisteme iletmeden önce kendi portföyündeki söz konusu hisse senetlerini satmak suretiyle “zarardan kaçınması” şeklinde gerçekleşebilmektedir. İlk durumda, hisse senedini satın almış olması, suçun tamamlanması için yeterli olacak, alınan hisse senedinin yüksek fiyattan satılması aranmayacaktır. Zira, yukarıda da belirtildiği üzere, hisse senedinin fiyatındaki yükselme, tek başına yarar sağlanmış olması için yeterlidir.

Sonuç olarak, frontrunning fiili manevi menfaat elde edilmesi halinde 47/A-1 kapsamında değerlendirilemeyecek, ancak maddi menfaat elde edilmesi halinde 47/A-1 kapsamında olacaktır.

#### **3.1.1.2.1.4 Kasıt**

SPK'nın 47/A-1 hükmünde öngörülen suçtan ceza verilebilmesi için, TCK md. 45 hükmü uyarınca fiilin kasten, yani bilerek ve isteyerek işlenmiş olması şarttır.

SPK'nın 47/A-1 hükmünde, genel kastın -fiilin bilerek ve isteyerek işlenmesi- yanı sıra, özel kastın -fiilin menfaat elde etme amacıyla işlenmesi- varlığı da aranmaktadır. Bu itibarla, kişinin, bilginin kamuya açıklanmamış ve sermaye piyasası aracının değerini etkileme gücü olduğunu bilmesi ve bu bilgiyi kullanmayı istemesi ile bunu kendisi veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanması gerekmektedir.

Frontrunning fiilinde de, büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı kamuya açıklanmamış ve fiyata etki gücü olan bilginin menfaat elde etme amacıyla kullanılması söz konusudur. Bu itibarla, frontrunningde de genel kastın yanında özel kastın varlığı da arandığından, frontrunning fiili, SPK 47/A-1 hükmü kapsamında değerlendirilebilecektir<sup>53</sup>.

#### **3.1.1.2.1.5 Kişiler**

SPK'nın 47/A-1 hükmü uyarınca, SPK'nın 11. maddesi kapsamındaki ihraççılar, sermaye piyasası kurumları, bunlara bağlı veya hakim işletmeler, yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticiler, deneticiler, diğer personel, bunların dışında kalmakla birlikte

<sup>53</sup> “İstem Dışı Frontrunning” kasıt bulunmaması nedeniyle suç oluşturmamaktadır.

mesleklerini veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumda olan kişiler, madde hükmündeki suçun faili olabileceklerdir.

#### **3.1.1.2.1.5.1 Statüye Bağlı İçerden Öğrenenler**

SPK'nın 47/A-1 hükmünde sayılan, ihraççılar, sermaye piyasası kurumları veya bunlara bağlı ya da bunlara hakim işletmelerin; yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, deneticileri ve diğer personeli<sup>54</sup>, statüye bağlı içerden öğrenenler kategorisini oluşturmaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasının amacı, kamuya açıklanmamış ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek önemde bilgiye dayanarak işlem yapılması suretiyle haksız kazanç elde edilmesinin önlenmesi olduğundan, bilgiye ulaşma avantajına sahip olan yukarıda sayılan kişiler, statüye bağlı içerden öğrenenler grubunda sayılmıştır. Statüye bağlı içerden öğrenenler grubunda yer alan sermaye piyasası kurumlarından<sup>55</sup> özellikle, aracı kurumlar, yatırım danışmalığı ve portföy yönetim kuruluşları ile bağımsız denetim kuruluşları, bilgiye ulaşma avantajına sahiptirler<sup>56</sup>.

Buna göre, frontrunning fiilinin sermaye piyasası kurumlarının, -özellikle aracı kurumlar, yatırım danışmanlığı ve portföy yönetim kuruluşları- yöneticileri ve çalışanları tarafından işlenmesi halinde, bu kişiler, "statüye bağlı içerden öğrenenler" grubunu teşkil edecek ve SPK 47/A-1 hükmü kapsamında değerlendirilebileceklerdir.

#### **3.1.1.2.1.5.2 Meslek ve Görev İfasına Bağlı İçerden Öğrenenler**

İkinci grup, meslek ve görev ifasına bağlı olarak oluşturulmuştur. Buna göre, mesleklerini veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar, diğer yasal koşullar oluştuğunda, içerden öğrenen sıfatını haiz olacaklardır.

Böyle bir grupta yapılmasında amaç, hem haksız bilgi avantajının doğmasını hem de güven ilişkisinin kötüye kullanılmasını önlemek olduğundan, içerden öğrenen sıfatının kazanılabilmesi için, bilgi sahibi olmaya elverişli bir konuma sahip olmak aranmıştır. Bu itibarla, görevini yerine getirirken tesadüfen bilgiye ulaşan, bu bilgiye ulaşması ile görevi arasında fonksiyonel bağlantı kurulamayan kişiler bu grup kapsamında içerden öğrenen sayılmamıştır<sup>57</sup>.

Frontrunning açısından konu değerlendirildiğinde, mesleklerini veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek statüde olan ve bilgi ile görevleri arasında fonksiyonel bağlantı kurulabilecek durumda olan kişiler, bu grupta değerlendirilebilecektir.

<sup>54</sup> Ortaklığın yönetim kademelerine bağlı çalışmayan personelinin de statüye bağlı içerden öğrenenler kapsamında kabul edilmesinin, bilgiye ulaşma bakımından avantaja sahip olma kistasına göre yapılan ayırımın mantığına ters düştüğü yönündeki görüş ve diğer ülke uygulamaları için bkz. MANAVGAT, Çağlar: Türk Hukukunda "İçerden Öğrenen" Kavramı, Batider, 1998, C.XIX Sa.4, s.189-191.

<sup>55</sup> SPK md. 32 uyarınca, "Sermaye piyasası kurumları"; aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlardır. Diğer sermaye piyasası kurumları da Kanunun 39. maddesinde gösterilmiştir.

<sup>56</sup> MANAVGAT: agm., s.184.

<sup>57</sup> MANAVGAT: agm., s.194-196.

Bununla birlikte, frontrunning fiilinin, “bilgi sahibi olmaya elverişli bir konuma sahip olan” ve kural olarak görevleri gereği bilgiye ulaşan, sermaye piyasası kurumlarının, yöneticileri ve çalışanları tarafından işlenmesi halinde, anılan kişiler doğrudan “statüye bağlı içerden öğrenenler” grubunda yer aldıklarından, “meslek ve görev ifasına bağlı içerden öğrenenler” grubunda değerlendirilmeyeceklerdir. Ayrıca, büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı bilgiye sahip olan bir müşterinin veya üye temsilcisinin, söz konusu bilgiyi ilettiği bir diğer müşteri veya üye temsilcisi de, söz konusu bilgiye statüsü nedeniyle ulaşmadığı, bilgiye ulaşması ile görevi arasında fonksiyonel bağlantı bulunmadığı göz önünde bulundurularak, bu grupta değerlendirilemeyecek “içerden öğrenenlerle ilişkisi nedeniyle bilgi sahibi olanlar” kategorisinde değerlendirilecektir.

### **3.1.1.2.1.5.3 İçerden Öğrenenlerle İlişkisi Nedeniyle Bilgi Sahibi Olanlar**

İkincil içerden öğrenenler olarak da anılan bu grup, ilk iki grupta temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumda olan kişileri kapsar. Burada ikincil içerden öğrenenlerin ilk iki grupta temaslarının bulunması ve bilgi sahibi olabilecek durumda olmaları aranmaktadır.

Maddenin amacı, herhangi bir sınırlama yapmadan, temas suretiyle bilgi sahibi olmaya elverişli konumlardaki kişileri sorumlu kılmak olup, sosyal temas gerektiren görevlerdeki kişilerin yanı sıra, kişisel nedenlerle temas kurarak bilgi sahibi olabilecek durumda olan kişiler de bu kapsamda değerlendirilmektedir. SPK 47/A-1 hükmünde sayılan gruplara dahil kişi veya kuruluşlarla bağlantılı çalışan sekreter, telefon operatörü gibi, görevleri gereği sürekli sosyal temas içerisindeki kişilerin, görevleri sırasında bilgi sahibi olmaları halinde, bu statüde oldukları sonucuna varılabilecektir. Aynı şekilde, komşuluk, akrabalık, arkadaşlık gibi nedenlerle içerden öğrenenlerle bağlantısı olan kişiler bakımından da, bilgi sahibi olabilecek durumda olma koşulunun gerçekleştiğini kabul etmek gerekir<sup>58</sup>. Bu gruptaki kişiler, bilginin, sermaye piyasası aracının değerini etkileyebileceğini ve kamuya açıklanmamış olduğunu bilerek menfaat sağlama amacıyla hareket ettikleri takdirde, SPK'nın 47/A-1 maddesi kapsamında sorumlu tutulabileceklerdir.

Frontrunning fiilinde de, büyük miktarlı müşteri emrine ilişkin bilgiye sahip olan kişiler ile doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumda olan kişiler, bu grupta sayılacaktır. Örneğin, büyük miktarlı müşteri emri kaynaklı bilgiye sahip olan bir müşteri temsilcisinin söz konusu bilgiyi ilettiği bir diğer müşteri veya üye temsilcisi, “içerden öğrenenlerle ilişkisi nedeniyle bilgi sahibi olanlar” kategorisinde değerlendirilecektir. Buna karşılık, iki müşteri temsilcisi arasındaki konuşmayı duyan kişinin, konuşmalarını duyduğu kişiler ile ilişkisi tesadüfi olduğundan, ikincil içerden öğrenenler grubu içinde değerlendirilmesi mümkün olmayacaktır.

---

<sup>58</sup> MANAVGAT: agm., s.201-202.

### 3.1.1.2.2 Dava

SPK'nın 49. maddesi ile 47. maddede yazılı suçlardan kovuşturma yapılmasının Sermaye Piyasası Kurulunun Cumhuriyet Savcılığına yazılı başvuruda bulunulmasına bağlı olduğu hükme bağlanmıştır. Bu itibarla, SPK 47/A-1 hükmüne aykırılıktan bahisle ceza davası açılmasını sağlama imkanı sadece Sermaye Piyasası Kurulu açısından söz konusudur. Anılan fiil nedeniyle zarar gören özel hukuk kişilerinin ceza davası açma imkanı bulunmamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, Kanunun 47/A-1 hükmüne aykırı fiili tespit edilen kişi hakkında kovuşturmaya geçilmesi talebiyle suç duyurusunda bulunulması üzerine açılacak kamu davasında, suçun maddi ve manevi unsurlarının varlığının sübutu halinde, sanığın cezalandırılması mümkün olacaktır.

Suçun maddi unsuru; sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak, sermaye piyasalarında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya zararı bertaraf etmektir. Suçun manevi unsuru ise, kullanılan bilginin kamuya açıklanmamış ve sermaye piyasası aracının değerini etki gücü bulunan bir bilgi olduğunu bilmek ve bu bilgiyi kullanmayı istemek ile bu bilgiyi kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanmaktır.

SPK'nın 47/A-1 hükmünde suçun faili olabilecek kişiler, önemli bilgiye ulaşma olasılığı yüksek kişiler ile bunlarla temas halindeki kişiler olarak belirlenmiştir. Bu itibarla anılan kişilerin, kamuya açıklanmamış önemli bilgiye sahip olabilecekleri karine olarak kabul edildiğinden, faillerin mameleki yarar sağlarken ya da zararı bertaraf ederken, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek kamuya açıklanmamış bilgiye dayanarak hareket ettiklerinin de ayrıca ispatlanması gerekmemektedir<sup>59</sup>. Öte yandan, statüye bağlı içerden öğrenenler grubuna dahil faillerle ilgili herhangi bir hususun ispatı da gerekmemektedir. Buna karşın, diğer gruptaki kişiler açısından, fiilin unsurlarının yanı sıra, failin mesleğini veya görevini ifa etmesi sırasında ya da temasları dolayısıyla bilgi sahibi olabilecek durumda olduğunun da ispatlanması gerekecektir<sup>60</sup>.

### 3.1.2. Diğer İlgili Mevzuat

#### 3.1.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri ve Öz Düzenleyici Kuruluş

Seri:V No:46 sayılı Tebliğin 58. maddesinin (I) bendinde, aracı kurumların yatırımcıların hak ve yararlarını zedeleyici, iyiniyet kurallarına aykırı hareket edemeyecekleri, işlemde bulunamayacakları hükme bağlanmıştır. Öte yandan, Seri:V No:59 sayılı Tebliğin 12. maddesinin (n) bendi ile Seri:V No:55 sayılı Tebliğin 11. maddesinin (f) bendinde yer alan, portföy yönetimi ve yatırım danışmalığı ile yetkili kurumların, yazılı, görsel veya işitsel biçimde müşterilere duyurulacak ve yatırım

<sup>59</sup> MANAVGAT: agm., s.186.

<sup>60</sup> MANAVGAT: agm., s.187.

kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarını müşterilerine duyurmadan önce kendileri veya üçüncü şahıslar lehine kullanmalarını yasaklayan hüküm ile, “araştırma tavsiyesi ile bağlantılı frontrunning” açıkça yasaklanmıştır.

Frontrunning fiili; Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği<sup>61</sup> (TSPAKB) tarafından belirlenen, “TSPAKB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları”nda yer alan<sup>62</sup> 6, 19/d, 14, 15/b, 17 nolu Meslek Kurallarına da aykırılık teşkil etmektedir<sup>63</sup>.

Nitekim, “Haksız Rekabetin Önlenmesi” başlıklı 19/d nolu kural uyarınca, üyelerin, bir menkul kıymetin değerine ilişkin olarak elde ettikleri kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak kendileri ve/veya müşterileri için işlem yapmaları veya başkalarını bu yönde işlem yapmaya sevketmeleri yasaklanmıştır; “Dürüst ve Adil Davranma İlkesi” başlıklı 6 nolu kuralda, üyelerin faaliyetlerini yürütürken müşteri çıkarlarını ve piyasaların bütünlüğünü göz önünde tutarak dürüst ve adil davranacakları, kuracakları ilişkilerde ve gerçekleştirecekleri işlemlerde doğru beyana dayalı ve mesleki gereklere uygun hareket ederek, kendilerine ve piyasaya olan güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınacakları; “Bilgi Verme” başlıklı 14 nolu kuralda, bütün yatırımcıların bilgiye ulaşma hakları olduğu, kamunun ulaşabildiği bilgi haricinde bir bilgiye ulaşılması durumunda, üyelerin hiç bir yatırımcı veya yatırımcı grubuna avantaj sağlayamayacağı; “Müşteri Menfaatleri” başlıklı 15/b nolu kuralda, üyelerin müşterilere yönelik hazırlanan araştırma raporlarını yayınlanmadan önce kendileri lehine kullanmaları halinde bu durumu araştırma sonuçlarıyla birlikte açık şekilde ve eş zamanlı olarak duyuracakları; “Sır Saklama” başlıklı 17 nolu kuralda, üyelerin müşterilerine ait kimlik bilgileri ile faaliyetleri dolayısıyla öğrendikleri her türlü bilgiyi, bu konuda kanunen açıkça yetkili kılınan mercilerden başkasına açıklayamayacakları öngörülmüştür.

### 3.1.2.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik’te yer alan 9. maddenin (b) bendi ile, borsa üyelerine, iyi niyet kurallarına göre davranmak,

<sup>61</sup> SPK’nın 40/B ve 40/C maddelerine dayanılarak kurulan ve Türkiye’de sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmaya SPK ile yetkili kılınmış kuruluşların üye olacağı meslek kuruluşu olan “Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği”nin amacı, sermaye piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin gelişmesini, Birlik üyelerinin dayanışma ve sermaye piyasasının gerektirdiği özen ve disiplin içerisinde çalışmalarını, haksız rekabetin önlenmesini, mesleki konularda üyelerin aydınlatılmasını sağlamak üzere Kanun ve statü ile kendisine verilen görevleri yerine getirmektir.

<sup>62</sup> 8.1.2001 tarih ve 2001/1914 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe giren “Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Statüsü”nün, Birliğin görev ve yetkilerinin belirten 6. maddesinin b bendi uyarınca; Birlik, üyeleri tarafından yürütülen faaliyetlerin adil ve dürüst olması, iş ahlakının sağlanması, Birlik üyelerinin dayanışma ve sermaye piyasasının gerektirdiği özen ve disiplin içinde çalışmaları için meslek kurallarını oluşturmak ve Sermaye Piyasası Kuruluna bildirmek ile görevlidir. Bu kapsamda, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları belirlenmiştir.

<sup>63</sup> “Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Statüsü”nün 24. maddesinde, birlik üyelerinden meslek onuruna veya meslek ilke ve kurallarına uymayan fiil ve hareketlerde bulunan, müşterisine karşı yükümlülüklerini haklı bir neden olmaksızın yerine getirmeyen, görevinin gerektirdiği dürüstlüğe uygun davranmayan, sermaye piyasasında düzeni ve dürüstlüğü bozan, işlere hile karıştıran, işlerin düzenli ve dürüst yürütülmesine ilişkin mevzuata ve kararlara aykırı hareket eden üyeler hakkında fiilin nitelik ve önemine göre maddede öngörülen cezaların uygulanacağı öngörülmüştür.



mevzuata, borsa düzen ve disiplinine uygun hareket etmek zorunluluğu getirilmiştir. Benzer şekilde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliğinin 9. maddesinde, Borsa üyelerinin, Borsa Yönetmelikleri ve ilgili mevzuatta yer alan ilke ve kurallara uymakla yükümlü oldukları ve aynı maddenin (a) bendinde de, müşterilerine ve diğer üyelere karşı iyiniyet ve dürüstlük ilkelerine uygun davranmak, mevzuata ve Borsa disiplinine uygun hareket etmek zorunda oldukları belirtilmiştir. Ayrıca, aynı Yönetmeliğin 28. maddesinde, emirlerin sıra numarası takip eden listelere kaydedileceği ve 29. maddesinde, emirlere ilişkin tarih, saat ve dakika bilgilerine yer verileceği düzenlenmiştir.

Öte yandan, İMKB Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği'nin 23. maddesinde öncelik kuralları belirlenmiş, bu çerçevede, fiyat ve zaman öncelikleri açısından eşitliğin söz konusu olduğu emirler arasında, müşteri emirlerinin, Borsa üyelerinin kendi nam ve hesaplarına verdikleri emirlerden önce sisteme girileceği hükme bağlanmıştır. Ayrıca, İMKB Yönetim Kurulu 27.01.1997 tarih ve 502 sayılı Genel Mektup ile, üyelerine, Hisse Senetleri Piyasasında yapılan portföy işlemlerinin, müşteri ad ve hesabına yapılan işlemlerden ayrılmasını sağlamak amacıyla, "müş/port" tuşunun kullanılması zorunluluğu getirmiştir.

### **3.2. ABD Sermaye Piyasası Mevzuatı**

#### **3.2.1. Securities Exchange Act of 1934**

##### **3.2.1.1. Madde 15(f)**

Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act'in-SEA) 15(f) maddesinin, frontrunninge ilişkin olarak sağladığı önlem sınırlıdır. Anılan hüküm, aracı kurumlara, SEA'in hükümlerini -10(b) ve 10b-5 gibi- ihlal eden her türlü eylemi önlemek için yazılı politikalar ve usuller belirleme ve bunları uygulama yükümlülüğü getirmektedir.

1934 tarihli SEA'e, 1988 tarihli İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Menkul Kıymetler Sahteciliği Hakkındaki Kanun (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988-ITSFEA) ile eklenen söz konusu madde, brokerların önemli ve kamuya açıklanmamış bilgileri suiistimal etmelerini önlemeye yönelik politikaların belirlenmesi ve uygulanması amacıyla getirilmiştir. ITSFEA'nın hazırlayıcılarından Edward Markey, "önemli ve kamuya açıklanmamış bilgileri suiistimal etme" ifadesinin, "içerden öğrenenlerin ticareti", yatırım danışmanlarının yaptığı "scalping" ve brokerların yaptığı "frontrunning" fiillerini de kapsamak amacıyla getirildiğini belirtmiştir<sup>64</sup>. Bu ifade, Kongre'nin frontrunning fiilini işleyen broker ya da dealerların 15(f)'in kapsamına alınmasını amaçladığını ortaya koymaktadır.

SEA 15(f) maddesinin uygulama alanı menkul kıymet borsaları ile sınırlıdır<sup>65</sup>. Söz konusu maddenin ihlali halinde de, sadece SEC tarafından dava açılabilen, ihlal

<sup>64</sup> BOVI: agm., s.8, HOWARD: agm., s.281.

<sup>65</sup> Vadeli piyasalarda frontrunning, CEA'nin hileyi yasaklayan genel hükmü 4b ve CFTC'nin brokerlar için müşterinin future/opsiyon sözleşmesi emirlerinden önce kendi hesaplarına işlem yapmalarını yasaklayan 155.2 ve 155.3 hükümleri altında incelenmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. HOWARD: agm., s.263-291, MARKHAM (88): agm., s.99.

nedeniyle zarar gören kişilere, uğradıkları zararın tazmini talebiyle hukuk davası açma imkanı tanınmamaktadır<sup>66</sup>.

### **3.2.1.2. Madde 10(b) ve Kural 10b-5**

#### **3.2.1.2.1 Düzenleme**

SEA'in 10(b) maddesi uyarınca, bir kimsenin, menkul kıymetler borsalarında kote edilmiş herhangi bir menkul kıymetin alım satımı ile ilgili olarak, her türlü hileli ya da yanıltıcı yola başvurusu veya SEC'nin kamu menfaati ve yatırımcıların korunması açısından uygun veya gerekli göreceği hükümlere aykırı şekilde davranması yasaktır. Bu madde ile, yatırımcıların menfaatlerine ters düşen her türlü manipülatif ve aldatıcı uygulamaların yasaklanması konusunda SEC'e yetki verilmektedir.

Anılan yetki çerçevesinde getirilen 10b-5 kuralında da; herhangi bir kimseye karşı hile teşkil edebilecek veya onu aldatabilecek davranışta bulunulması; maddi vakıalar hakkında gerçek dışı beyanda bulunulması veya yapılan açıklamaların, yapıldıkları şartlar dahilinde üçüncü kişileri yanıltmamaları için gerekli bilgilerin açıklanılmasından kaçınılması yasaktır. Kısaca belirtmek gerekirse; 10b-5 kuralı ile (i) hileli araçlar ya da yöntemler; (ii) önemli gerçekler hakkında yalan veya yanıltıcı beyanda bulunulması ya da hiç beyanda bulunulmaması ve (iii) hile ya da sahtekarlık tanımına uyan eylem ve uygulamalar yasaklanmıştır.

Anılan hükmün içerden öğrenenlerin ticaretine uygulanmasına ilişkin unsurlar, mahkeme kararları ile geliştirilmiş ve çeşitli teoriler oluşturulmuştur. Başlangıçta, hükmün, haksız bilgi sağlama avantajına sahip herkes için uygulanabileceği kabul edilmiş<sup>67</sup>, daha sonra hükmün uygulanması için şirket veya şirket hissedarları ile sıkı bağ aranmış ve son olarak sermaye piyasalarının gelişimi ve zamanın ihtiyaçları dikkate alınarak, bu bağ, eşitliği bozan diğer davranışları da kapsayacak şekilde genişletilmiştir. 10b-5 kuralının, frontrunninge uygulanıp uygulanamayacağı hususu, söz konusu mahkeme kararları ve teoriler çerçevesinde incelenecek olursa;

<sup>66</sup> BOVI: agm., s.9.

<sup>67</sup> SEC'nin içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin ilk tasarrufu, In re Cady Roberts & Co Şirketine ilişkin olarak gerçekleşmiştir. SEC, bir şirkete ilişkin önemli bir bilgiye sahip olan kişinin bu bilgiyi kamuya açıklamaksızın kendi yararına kullanarak menfaat elde etmesinin adil olmadığından yola çıkarak, Şirketle ilgisi bulunan kişilere, şirkete ilişkin kamuya açıklanmamış bir bilgiye dayanarak işlem yapmama veya işlem yapmadan önce açıklama yükümlülüğü getirmiştir. Burada, şirkete ilişkin bilgiye ulaşma imkanı olan kişi ile şirket arasında bir ilişki aranmış, içerden öğrenenlerin ticareti şirket kaynaklı bilgiye hasredilmiştir. *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* davasında, Amerikan Yüksek Mahkemesi Cady Roberts & Co. Şirketine ilişkin SEC tarafından getirilen yasaklamayı "herkese" uygulanabilecek şekilde geliştirmiştir. Kamuya açıklanmamış ve önemli bilgiye sahip "herkes" için, söz konusu bilgiyi kamuya açıklama veya açıklamamayı tercih etmesi ya da gizliliği nedeniyle açıklama imkanı bulunmaması halinde şirkete hisse senetleri üzerinde açıklama yapmaktan kaçınma yükümlülüğü getirilmiştir. MARKHAM (88): agm., s.83-84. Bu "açıkla ya da kaçın" (disclosure or abstain) ilkesinin benimsendiği ilk davadır. Bu davada kabul edilen diğer bir ilke olan "eşit bilgiye sahip olma" (equal information) teorisine göre, işleme girişilmesinden önce tüm yatırımcıların eşit bilgiye sahip olmaları gerekmektedir. TURANBOY, age., s.61. Bu dönemde, içerden öğrenenlerin ticareti haksız bilgi avantajını önleme esasına dayandırıldığından, bilgiye sahip olanların, bu bilginin niteliğini ve şirketten alındığını bilmesi veya bilmesi gerekmesi ikincil içerden öğrenen sıfatının kazanılması için yeterli görülmüştür. MANAVGAT: agm., s.198.

- Güvene Dayalı Sorumluluğun İhlali Teorisi (Fiduciary Theory)

Amerikan Yüksek Mahkemesi, *Chiarella v. US*<sup>68</sup> ve *Dirks v. SEC*<sup>69</sup> davalarında, SEC'nin, kamuya açıklanmamış önemli bilgiye dayanarak işlem yapma yasağının, şirket dışındaki kişilere de uygulanması yönündeki görüşünü reddetmiştir.

*Chiarella v. US* davasında, kamuya açıklanmamış önemli bir bilgiye sahip olmanın yanı sıra, içerden öğrenen ile bilginin kaynağı arasında güvene dayalı bir sorumluluğun (fiduciary duty) bulunması da aranmıştır<sup>70</sup>. Buna göre "açıkla ya da kaçın" (disclosure or abstain) ilkesinin, ancak içerden öğrenen ile şirket ve hissedarları arasında güvene dayalı sorumluluğun varlığı halinde uygulanacağı kabul edilmiştir<sup>71</sup>.

*Dirks v. SEC* davasında da, benzer şekilde, "açıkla ya da kaçın" ilkesinin, sadece şirket ve hissedarlarına karşı güvene dayalı sorumluluğu bulunanlar için geçerli olduğu tekrarlanmış ve bunun yanı sıra içerden öğrenenin şahsi menfaat sağlama saikinin varlığı da aranmıştır. İçerden öğrenenlerden bilgi alan şahıslar açısından da; içerden öğrenenin bilgiyi üçüncü kişilere açıklayarak, güvene dayalı sorumluluğunu ihlal etmiş olması ve söz konusu sorumluluğun ihlal edildiğinin, bilgi alan şahıs tarafından biliniyor veya bilinebilecek durumda olması şartı aranmıştır<sup>72</sup>. Bu bakımdan, bilgi alan üçüncü kişilerin sorumluluğu, içerden öğrenenin sorumluluğuna dayandırılmış, adeta içerden bilgiden yararlanan üçüncü kişinin, içerden öğrenenin ayakkabısı içinde onunla birlikte adım attığı kabul edilmiştir<sup>73</sup>. Bu çerçevede, üçüncü kişiler, içerden öğrenenin üçüncü kişilere bilgiyi vermekte herhangi bir şahsi menfaati yoksa sorumlu olmayacak, ancak içerden öğrenenin güvene dayalı sorumluluğunu ihlal etmesi ve kendisine bilgi verilen şahsın içerden öğrenenin bu sorumluluğunu ihlal ettiğini bilmesi halinde sorumlu tutulabilecektir.

Sonuç olarak; geleneksel teoride, içerden öğrenen ile şirket ve/veya hissedarları arasında bir güven ilişkisinin bulunması ve bu güvene dayalı sorumluluğun ihlali aranmaktadır. Bu çerçevede, söz konusu teori daha çok, şirketle doğrudan ilişkisi bulunan kişiler (sermaye piyasası aracını ihraç eden şirketin yöneticileri, çalışanları gibi) ve şirket ile iş ilişkisi içinde olmaları dolayısıyla şirkete karşı güvene dayalı sorumluluğu bulunan kişiler (avukat, bağımsız denetçi gibi) açısından uygulanmaya elverişlidir.

Geleneksel teori çerçevesinde frontrunning nedeniyle sorumluluğun doğabilmesi için, frontrunning fiilini işleyen şahsın, sermaye piyasası aracını ihraç eden şirkete karşı, güvene dayalı sorumluluğunun bulunması ve kullanılan bilginin gizli tutulması gerektiğini bilmesi gerekmektedir. Bu durum da ancak, brokerın müşterisinin, kendi şirketinin hisse senetleri üzerinde büyük miktarda işlem gerçekleştirmek isteyen bir şirket olması halinde söz konusu olabilecektir. Zira, bu durumda, brokerın, müşterisine -üzerinde işlem

<sup>68</sup> 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108, 1980

<sup>69</sup> 463 U.S. 646, 103 S.Ct. 3255, 1983

<sup>70</sup> MARKHAM (88): agm., s.84-85.

<sup>71</sup> TURANBOY, age., s.66-67.

<sup>72</sup> TURANBOY, age., s.70, ayrıntılı bilgi için bkz. TURANBOY, age., s.67-75, MANAVGAT: agm., s.199-200.

<sup>73</sup> TURANBOY, age., s.100.

gerçekleştirilen sermaye piyasası aracının ihraççısı şirkete- karşı güvene dayalı sorumluluğu bulunmakta ve broker, ihraççı şirket olan müşterisinin, frontrunning tehlikesi nedeniyle işleminin maliyetinin yükselmesini önlemek amacıyla büyük miktarda alış ya da satış işlemini gizli tutmak istediğini bilmekte ya da bilmesi gerekmektedir. Bu itibarla, frontrunning fiilini işleyen brokerın, geleneksel teori çerçevesinde, sadece müşterisinin, üzerinde işlem gerçekleştirilen sermaye piyasası aracının ihraççısı olması durumunda sorumlu tutulması mümkün olacaktır<sup>74</sup>.

- Emniyeti Suistimal Teorisi (Misappropriation Theory)

SEC tarafından ortaya atılan “emniyeti suistimal” teorisi, ilk kez *Carpenter v. US*<sup>75</sup> davasında kabul edilmiştir<sup>76</sup>. Wall Street dergisinde yayımlanacak ve bir hisse senedinin fiyatını etkileyecek nitelikte olan bilginin, yayımlanmasından önce, adı geçen derginin ekonomi yazarı ile bir broker tarafından, menfaatleri doğrultusunda işlem yapılarak kullanıldığı olayda, broker ve yazar görevlerini kötüye kullanmaktan sorumlu bulunmuştur<sup>77</sup>.

*O'Hagan v. US*<sup>78</sup> davasında da, “emniyeti suistimal” teorisi benimsenmiş, Grand Metropolitan Plc şirketinin, bir başka şirketin hisse senetleri için yapacağı pay alım teklifi işlemlerinde kendisini temsil etmesi için anlaştığı avukatlık şirketinin ortağı O'Hagan, avukatlık şirketinden öğrendiği önemli bilgiyi, kişisel menfaat elde etmek amacıyla kullandığından, hem avukatlık şirketine hem de müvekkil şirkete karşı sorumlu bulunmuştur. Söz konusu davada, “emniyeti suistimal” teorisinden hareketle verilen kararda da, sorumluluğu bilgiyi şirketteki pozisyonu nedeniyle elde eden kişiler ile şirket/şirket hissedarları arasındaki güven ilişkisine dayandıran geleneksel teoriden farklı olarak, sorumluluk şirket veya şirket ortakları ile bağlantılı olmaksızın, menkul kıymet alım satımında kullanılan bilginin kaynağına karşı olan sorumluluğun ihlaline dayandırılmıştır<sup>79</sup>.

Sonuç olarak, “emniyeti suistimal” teorisinde sorumluluk, sahip olunan bilginin, işlem yapan alıcı veya satıcıya yanlış açıklanmasından veya hiç açıklanmamasından değil, kendisine duyulan güven nedeniyle bilgi verilen kişinin, bilgiyi veren kişileri aldatmasından kaynaklanmaktadır<sup>80</sup>. Buna göre, kendisine duyulan güven nedeniyle bilgi verilen kişinin,

<sup>74</sup> BOVI: agm., s.15.

<sup>75</sup> 484 U.S. 19, 108 S. Ct. 316, 320, 1987

<sup>76</sup> Ayrıca, Amerikan Yüksek Mahkemesi ilk defa bu davada, gizli mesleki bilginin kötüye kullanımını, mail & wire fraud kuralının ihlali olarak kabul etmiştir. Böylece mail & wire fraud kuralı, RICO Kanunu (Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act) kapsamında bulunduğundan, daha ağır ceza ve zararın üç katına kadar ödeme öngören RICO Kanunu'nun uygulanma imkanı doğmuştur. Yine *Dial v. US* davasında, müşterilerini blok bir işlemin parçalarını oluşturacak şekilde işlem yapmaya ikna edip, bu blok işlem den emrinden önce kendi hesabına işlem gerçekleştiren ve bu hususu müşterilerine açıklamayan bir broker mail & wire fraud hükümleri altında suçlu bulunmuştur. HOWARD: agm., s.288, MARKHAM (88): agm., s.98. Diğer içeren öğrenenlerin ticaretine ilişkin yargılamalarda da mail & wire fraud kullanılmaya devam edilmektedir. O'CONNOR, Marleen A.: Towards A More Efficient Deterrence Of Insider Trading: The Repeal Of Section 16(b), Fordham Law Review, Vol.58, 1989, s.310-381.

<sup>77</sup> MARKHAM (88): agm., s.85, O'CONNOR: agm., s.335.

<sup>78</sup> 96 U.S. 842, 117 S. Ct. 2199, 1997

<sup>79</sup> MANAVGAT: agm., s.201.

<sup>80</sup> MANAVGAT: agm., s.200.

bilgileri gizlice, kendi menfaatine kullanarak menkul kıymet alım-satımı yapması, 10b-5 kuralının ihlalini niteliğindedir<sup>81</sup>.

Frontrunning, emniyeti suistimal teorisi çerçevesinde değerlendirildiğinde, herhangi bir müşterisinin büyük miktarlı işlem emrine ilişkin bilgiyi, kendi menfaatine kullanan brokerın, hem çalıştığı aracı kuruma hem de müşterisine karşı yükümlülüklerini ihlal etmesi nedeniyle sorumlu olacağı sonucuna varılmaktadır<sup>82</sup>.

Bu çerçevede, büyük miktarlı alım-satım işlemini gerçekleştirecek bir kurumun çalışanının, söz konusu bilgiye dayanarak kendi menfaatine işlem yapması da -*Carpenter v. US* davasındaki yazarın pozisyonuna benzer şekilde- “emniyeti suistimal” teorisi çerçevesinde 10b-5 kuralının ihlalini teşkil edecektir<sup>83</sup>. Yine, benzer şekilde, büyük miktarlı işlem gerçekleştirecek şirketin örneğin, %10 hissesine sahip hissedarı tarafından frontrunning fiilinin gerçekleştirilmesi halinde de<sup>84</sup>, 10b-5 kuralı çerçevesinde sorumluluk doğacaktır.

Bununla birlikte, büyük miktarlı işlem yapan müşteriler ya da bunların brokerları ile bir ilişkisi bulunmayan ancak bir şekilde büyük miktarlı işleme ilişkin bilgiyi öğrenen, örneğin borsada duyum alan ve bu bilgiye dayanarak kendi menfaatine işlem yapan kişi, “emniyeti suistimal” teorisine dayanılarak sorumlu tutulamayacaktır. Nitekim, bu durumda bilgi taraflar arasındaki güven ilişkisinin sonucu değil, sadece o anda borsa salonunda bulunulması nedeniyle elde edilmektedir<sup>85</sup>.

Öte yandan, brokerın müşterisinin büyük miktarlı işlemine ilişkin bilgiyi bir başka brokera -benzer bir pozisyonda onun da aynı şeyi kendisi için yapmasını bekleyerek- ya da hatırlı bir müşterisine -maddi karşılık bekleyerek- vermesi halinde, hem bilgiyi veren broker, hem bilgiyi alan broker sorumlu olacaktır<sup>86</sup>.

### 3.2.1.2.2 Dava

10b-5 kuralı dava açma hakkı tanıdığı SEC ile birlikte, madde kapsamındaki fiil nedeniyle zarara uğrayan kişilere de, yasal yollara başvurma yolunu açmaktadır<sup>87</sup>.

---

<sup>81</sup> BOVI: agm., s.16.

<sup>82</sup> Brokerın çalıştığı aracı kurumun frontrunningi teşvik etmesi durumunda da, broker yine, bilginin kaynağını oluşturan müşterisine karşı sorumluluğunu ihlal ettiğinden sorumlu olacaktır. MARKHAM (88): agm., s.86, BOVI: agm., s.16, HOWARD: agm., s.278-290.

<sup>83</sup> MARKHAM (88): agm., s.86.

<sup>84</sup> MARKHAM (88): agm., s.87.

<sup>85</sup> MARKHAM (88): agm., s.86, HOWARD: agm., s.290, BOVI: agm., s.16.

<sup>86</sup> BOVI: agm., s.16-17. Yukarıda da belirtildiği üzere, kamuya açıklanmamış ve fiyata etkili bilginin üçüncü kişiye verilmesi durumunda, bu kişinin sorumlu tutulabilmesi için, bilgiyi veren kişinin bilgiyi vererek güvene dayalı sorumluluğunu ihlal etmiş olması ve bilgiyi alan üçüncü kişinin de bilgiyi verenin söz konusu yükümlülüğünü ihlal ettiğini bilmesi gerekmektedir. Bilgiyi veren kişinin güven yükümlülüğünü ihlal ettiğini kanıtlayacak en iyi gösterge kişinin bilgiyi maddi-manevi menfaat karşılığında vermiş olmasıdır. Bu durumda hem bilgi veren hem de alan sorumlu tutulabilecektir.

<sup>87</sup> Insider Trading Sactions Act 1984 ile değişik Securities Exchange Act'in 21/d maddesinde, cezai sorumluluktan ayrı olarak ilk defa “şahsi hak talebi” imkanı getirilmiştir. Buna göre, şahsi hak davası ile, içerden öğrenenlere, işlemleri sonucunda elde ettikleri menfaat veya öndedikleri zararın 3 katına kadar para cezası ödetmek mümkündür. TURANBOY, age., s.119.

- SEC'nin Cezalandırma Talebi ile Davacı Konumda Bulunması

SEC tarafından kural 10b-5 kapsamında başlatılan yasal süreçte, ispat edilmesi gereken üç ana husus bulunmaktadır. Buna göre, dava konusu fiillerin; (i) federal menkul kıymet kanunlarının belirlediği yollarla işlenmiş olması, (ii) herhangi bir sermaye piyasası aracının alım-satımı ile ilgili olması ve (iii) hukuka aykırılık teşkil etmesi gerekmektedir.

SEC tarafından ispat edilmesi gereken ilk husus; sanığın fiilinin federal menkul kıymet kanunlarının belirlediği yollarla yapılmış olmasıdır. "Yasalarda belirtilen yollar" ifadesi geniş kapsamlı olup, hile olayına karışan sanığın eyaletler arası ticarete ya da ulusal borsalarda bahse konu yol ya da araçlardan herhangi birini kullandığı ortaya konularak kolaylıkla ispat edilebilmektedir. Frontrunning, büyük miktarda işlem öncesinde, emrin yerine getirilmesinden sonra meydana gelmesi muhtemel fiyat değişiminden yararlanmak amacıyla sermaye piyasası aracı alım ya da satımı yoluyla gerçekleştirilir. Bu açıdan, frontrunninge konu işlem, borsalarda gerçekleştiğinden ve günümüzde, telefon, faks ya da posta gibi eyaletler arası ticaret yol ve araçları olmaksızın herhangi bir borsada ticaret yapmak mümkün olmadığından, frontrunning fiili ancak, yasalarda belirtilen yollarla gerçekleştirilmektedir.

SEC tarafından ispat edilmesi gereken ikinci husus; dava konusu fiilin bir sermaye piyasası aracının alımı ya da satımı ile ilgili olmasıdır. Bu açıdan, frontrunning fiilinde, broker, büyük miktarda işlemin yapılması sonrasında meydana gelecek fiyat değişimini öngörerek büyük miktarda işleme konu olan ya da büyük miktarda işlem sonucu fiyatı yükseltecek bir başka sermaye piyasası aracını alıp satarak menfaat elde ettiğinden, frontrunning ile sermaye piyasası aracının alım satımı arasında bulunması gereken ilişki mevcuttur.

İspat edilmesi gereken üçüncü husus; fiilin, hukuka aykırı, diğer bir deyişle, 10b-5 kuralı kapsamında yasaklanan bir fiil olmasıdır. Brokerların mesleklerini icra ederken, etik değerlere bağlı kalmaları beklenmektedir. Nitekim, "shingle" teorisine göre, brokerlar ile müşterileri arasında güvene dayalı bir ilişki bulunmaktadır ve bu çerçevede brokerlar, müşterilerinin güvenini suistimal etmemekle yükümlüdürler. Bundan başka, brokerlar, faaliyetleri sırasında meslek kurallarına uygun şekilde, adil işlem yapacaklarını kabul ederler. Aksi yönde davranış, başta SEA'in hileli işlemleri engellemek amacıyla konulan 10(b) maddesi ile 10b-5 kuralı hükümleri olmak üzere genel hükümlere aykırılık teşkil edecektir.

Bir brokerın frontrunning fiilini işlemesi de, shingle teorisinin ihlalini teşkil etmesi nedeniyle, 10b-5 kuralı uyarınca yasak kapsamına girmektedir. Zira, broker, müşterisinin emri yerine getirildiğinde oluşacak fiyat değişiminden yararlanmak amacıyla öncelikle

---

Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 ile de, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin olarak; gözetim ile yükümlü kişilere medeni para cezası uygulama alanı genişletilmiş, fiilin tespiti ve takibatının daha etkin yapılabilmesi amacıyla bilgi sağlayacak ihbarcılara ödül verilmesi öngörülmüş ve ceza miktarları artırılmıştır. Buna göre para cezalarının; gerçek kişiler için 100.000\$'dan 1.000.000\$'a, tüzel kişiler için 500.000\$'dan 2.500.000\$'a kadar ve hapis cezasının 5 yıldan 10 yıla kadar olması öngörülmüştür. O'Connor, Marleen A.: Toward A More Efficient Deterrence Of Insider Trading: The Repeal of Section 16(b), s.336-339.

kendi hesabına ya da aracı kurumun hesabına işlem yapmaktadır. Böylelikle broker; (i) müşterisinin emrini zamanında yerine getirmemekte; (ii) müşterisinin menfaatlerine ters düşen bir eylemde bulunmakta (brokerın gerçekleştirdiği işlem nedeniyle ilgili sermaye piyasası aracının fiyatı arttığından müşteri zarar etmektedir) ve (iii) kendine ya da aracı kuruma menfaat sağlamak amacıyla müşterisinden edindiği bilgiyi kullanarak güveni suiistimal etmektedir.

#### - Özel Hukuk Kişilerinin Tazminat Talebi ile Davacı Konumunda Bulunması

Bir kimsenin, 10b-5 kuralı uyarınca, frontrunning fiili nedeniyle hukuki sorumluluğuna gidilebilmesi için ispatlanması gereken ilk husus; davacı ile davalı arasında, bir güven ilişkisinin bulunduğudur. Bu hususun ispatı, bir brokerın müşterisine karşı daima güven yükümlülüğü taşıdığı yönündeki çoğunluk görüşünü yansıtan “shingle” teorisi çerçevesinde zor olmayacaktır.

Davacının ispatlaması gereken ikinci husus; davalının, önemli gerçekler hakkında, yalan veya yanıltıcı beyanda bulunması ya da hiç beyanda bulunmaması nedeniyle, müşteriye karşı olan yükümlülüğünü ihlal ettiğiidir. Bu husus, brokerın müşterisine, müşterisinin büyük miktarda emrine dayanarak kendi hesabına işlem yapacağını açıklamamış olması ile ispatlanabilecektir. Nitekim, frontrunning fiili sonucunda, müşterinin üzerinde işlem yapacağı sermaye piyasası aracının değeri, müşteri aleyhine değişmekte ve bu sonucu doğuracak açıklamanın yapılmamış olması, önemli bir gerçeğin saklanması anlamına gelmektedir.

Davacı tarafından ispatlanması gereken üçüncü husus; davacının brokera güveni nedeniyle hileye maruz kaldığı ve bahse konu sermaye piyasası aracının alıcısı ya da satıcısı olduğudur. Davacı, brokerın kendisi için en iyi olanı yapacağına ve dolayısıyla kendisine en iyi fiyatı sağlayacağına güvendiğini ortaya koyarak, brokera göstermiş olduğu güvenini ispat edebilecektir. Müşterinin emir formu, brokerın üzerinde frontrunning gerçekleştirdiği sermaye piyasası aracının alıcısı ya da satıcısı olduğunun kanıtını teşkil edecektir.

Ayrıca, frontrunning fiilinin kasten gerçekleştiğinin de ispatlanması gerekmektedir. Bunu ispatlamanın yollarından biri; brokerın kendi işlemi ile müşterisinin emri ve işlemlerinin gerçekleştiği zamanların karşılaştırılmasıdır. Bu açıdan frontrunning fiilinin ispatı, fiilin broker tarafından işlenmiş olması halinde daha kolay, diğer bir piyasa katılımcısı tarafından işlenmiş olması halinde daha güç olacaktır<sup>88</sup>. Öte yandan, davacı açısından aracı kurum kayıtlarına ulaşmak kolay olmadığından, kastın varlığına ilişkin hususun ispatı, bu yönü itibarıyla de zor olabilecektir<sup>89</sup>.

Davacının son olarak, davalının hilesi sonucu uğradığı zararı ispatlaması gerekmektedir. Bu hususun ispatı da, frontrunning fiilinin, müşteri emrine konu sermaye piyasası aracının fiyatını etkilediğinin ispatı ile mümkün olacaktır. Ancak, ilgili sermaye

---

<sup>88</sup> HOWARD: agm., s.276.

<sup>89</sup> BOVI: agm., s.16-17.

piyasası aracının fiyatındaki değişikliklerin sebebinin frontrunning fiili olduğunu ispatlamak kolay değildir. Nitekim haberler, uzman raporları, borsanın genel durumu gibi bir çok etken, sermaye piyasası aracının fiyatında değişime neden olabilmektedir.

### **3.2.2. Diğer İlgili Mevzuat**

#### **3.2.2.1. Öz düzenleyici kuruluş**

Ulusal Menkul Kıymetler Aracıları Birliği (National Association of Securities Dealers-NASD) tarafından belirlenen 2110 nolu davranış kuralı ile, üyelerin, sermaye piyasası faaliyetlerini, en üst derecede mesleki onur ile adil ve dürüst işlem ilkesi çerçevesinde yürütecekleri öngörülmüştür. 2110-3 nolu kural ile de açıkça, frontrunninge ilişkin düzenleme yapılmıştır. Buna göre, bir üyenin ya da çalışanının, kendi hesabına veya insiyatifinin bulunduğu bir hesaba ya da başka bir müşteri hesabına;

(i) belirli bir hisse senedi ile ilgili blok işlem hakkında önemli ve kamuya açıklanmamış bilgi sahibi iken ya da başka bir müşteriye üye ya da çalışanı tarafından anılan nitelikte bilgi verilmiş iken, ilgili hisse senedinin konu olduğu opsiyon sözleşmesine ilişkin alım ya da satım emri vermesi,

(ii) belirli bir opsiyon sözleşmesi ile ilgili blok işlem hakkında önemli ve kamuya açıklanmamış bilgi sahibi iken ya da başka bir müşteriye anılan nitelikte bilgi verilmiş iken, opsiyon sözleşmesinin konu olduğu hisse senedine ilişkin alım ya da satım emri vermesi,

adil ve dürüst işlem ilkesinin ihlali sayılır.

Frontrunning fiilinin varlığı açısından, blok işlemin tüm unsurlarının bilinmesi değil, blok işlemin tüm önemli unsurlarının üzerinde anlaşıldığının ya da yakın zamanda anlaşılacağıının bilinmesi yeterli görülmektedir.

Hükümün kapsamı, NASDAQ gibi sistemler tarafından yönetilen, son satış raporlama sistemlerinde rapor edilmesi gereken işlemler ile sınırlıdır. Bir blok satış ile ilgili bilgiler, bu sistemlerin ya da haber hizmeti sağlayan üçüncü kişilerin yüksek hızlı iletişim hatlarında yayınlanıncaya kadar açıklanmamış sayılacaktır. Anılan hüküm, yatırımcıların emirlerinin otomatik olarak gerçekleştiği sistemlerde gerçekleşen işlemlere uygulanmayacağı gibi, üye ya da çalışanının, hem bir opsiyon hem de bir menkul kıymet ile ilgili olarak müşteriden blok işlem emri aldığı durumlarda da uygulanmayacaktır.

Bir hisse senedinden 10.000 adet veya daha fazla adet içeren işlemler ya da bu miktarlarda hisse senedi içeren opsiyonlar, blok işlem olarak kabul edilmektedir. Bazı durumlarda, 10.000 adedin altında hisse senedi içeren işlemler de blok sayılabilecektir. Üzerinde anlaşılan bir blok işlem, piyasada önemli bir etki yaratacağıından dolayı parçalar halinde gerçekleştirilse bile blok işlem niteliğini kaybetmeyecektir. Bu durumda, blok işlem ile ilgili bilgilerin kamuya açıklanması şartı, tüm blok işlem tamamlanıncaya ya da halka açıklanıncaya kadar gerçekleşmiş olmayacaktır.

Benzer şekilde, NASDAQ kurallarının 1. bölümünün 3. maddesi; belirli bir menkul kıymet üzerinde gerçekleşecek blok işlem ile ilgili önemli ve henüz açıklanmamış bir bilgi sahibi iken, NASDAQ'da işlem gören hisse senetleri ya da opsiyonların alım-satımının



yapılmasını yasaklamaktadır. Bu kural, blok işlem açıklanmadan önce söz konusu işlem hakkında bilgi sahibi olan tüm NASD üyeleri ile bu üyelerle ilişki içerisinde olan kişileri kapsamaktadır. Ayrıca, anılan kural bakımından önemli olan, işlemin tüm önemli şartları hakkında bilgi sahibi olunması değil, kısa bir zaman içerisinde blok bir işlem gerçekleştirilecek olduğunun bilinmesidir.

### **3.2.2.2. Borsalar**

Düzenleyici kuruluşlar üzerinde gözetim yetkisi bulunan SEC'nin, frontrunningin "dürüst ve eşit işlem" ilkesine aykırılık teşkil ettiği yönündeki telkinleri sonucunda, anılan kuruluşlar tarafından frontrunning fiilinin kural altına alınması amacıyla çeşitli düzenlemeler yapılmıştır<sup>90</sup>.

#### **- New York Borsası (New York Stock Exchange-NYSE)**

NYSE 92 nolu kuralı; NYSE üyelerinin -broker, dealer ve kayıtlı temsilcilerin- bir müşterinin henüz yerine getirilmemiş emri hakkındaki bilgileri kullanarak, kendi hesaplarına ya da doğrudan veya dolaylı olarak ilgili oldukları üçüncü kişilerin hesabına, müşteri emrine konu menkul kıymete ilişkin alış ve satış işlemleri yapmalarını yasaklamaktadır. Bu kural, sadece NYSE üyeleri açısından öngörülmüş olup, diğer piyasa katılımcıları, kuralın uygulama alanı dışında kalmaktadır. Bununla birlikte, frontrunning fiilinin, üye veya üye kuruluş ile bağlantılı bir piyasa katılımcısı tarafından işlenmesi halinde, NYSE'nin 476 nolu "adil ve eşit işlem" ilkesinin ihlali çerçevesinde sorumluluğun doğması mümkün olabilecektir.

#### **- Amerikan Borsası (American Stock Exchange-ASE)**

ASE 150 nolu kural ile, üyelerinin; çalışanlarına veya ilgili diğer bir üye ya da kişiye gelen, henüz yerine getirilmemiş limit fiyatlı alım-satım emirleri hakkında bilgi sahibi oldukları durumlarda, kendi hesabına ya da ilgili üçüncü bir kişinin hesabına alım satım işlemi yapmasını yasaklamaktadır. Frontrunning fiilini işleyen diğer piyasa katılımcıları, NYSE kuralında olduğu gibi, ASE kuralının da uygulama alanı dışında kalmaktadır. Bununla birlikte, diğer piyasa katılımcıları tarafından gerçekleştirilen frontrunning fiilleri, ASE'nin 345(a)(4) nolu kuralı çerçevesinde, "adil ve eşit işlem" ilkesine aykırılık oluşturmaktadır.

#### **- Philippine Borsası (Philippine Stock Exchange-PSE)**

PSE, frontrunningi önlemek için "müşteri önceliği"ne ilişkin kurallar öngörmüştür<sup>91</sup>. Buna göre; üye temsilcisi, üye olmayanların emrine öncelik tanıyacak, borsanın işlem sistemi, anılan öncelik sistemine göre programlanacak, müşteri emir formlarında, emrin üye emri olduğu belirtilecek, emrin alındığı zamanın gösterilmesi amacıyla emir formuna tarih ve saat damgası vurulacak veya bu yükümlülüğün gerçekleştirilmesini teminen SEC tarafından kabul edilen başka bir yöntem uygulanabilecek, üye temsilcisi, tarih, saat, fiyat

<sup>90</sup> BOVI: agm., s.7.

<sup>91</sup> PSE, frontrunningi önlemek amacıyla öngördüğü kuralları, 9 nolu sirküler ile üyelerine duyurmuştur. [www.sec.gov.ph/circulars/cy,2001/SEC-MRD\\_Memo-09.htm](http://www.sec.gov.ph/circulars/cy,2001/SEC-MRD_Memo-09.htm).

ve diğ er önemli bilgileri iç eren müşteri emir formlarını kronolojik sıra iç inde saklayacak ve mevzuat hükümlerine uygun gözetim yapılacaktır.

### 3.2.3. Yargı Kararları

*SEC v. The Oakford Corporation*<sup>92</sup>, Edward J. Mueger, Inc., MFS Securities Corp., Oakwood Securities Corp., D'alessio Securities, Inc., William S. Killeen, Thomas W. Bock, Thomas J. Cavavino, Edward J. Mueger, Maerk R. Savarese, John J. Savarese, John R. D'alessio davasında, SEC tarafından, NYSE, üye temsilcisi John R. D'alessio, D'alessio Securities, Inc., MFS Securities Corp. ve diğ er NYSE üye temsilcileri hakkında, 1993-1998 döneminde hukuk dış ı iş lemler gerçekleşt iрдikleri ve kurumsal müşterilerini, frontrunning ve müşteri emirlerinden önce iş lem yaparak aldattıklarından bahisle verilen karar kesinleş miştir. Dava konusu olayda, 1993-1998 döneminde Oakford Corporation (Oakford) tarafından, bazı NYSE borsa temsilcileri ile hukuka aykırı sözlü anlaşmalar yapıldığı, bu anlaşmalar çerçevesinde, Oakford tarafından tescilli bir hesap aç ıldığı, sermayenin Oakford tarafından sağ landığı hesapta, karın %70-90'ını alan sanık borsa temsilcileri tarafından iş lem yapıldığı ve yapılan alım satım iş lemlerinde yetkinin sanık borsa temsilcilerinde olduğu, D'alessio, D'alessio Securities ve MFS'in kurumsal müşterileri için de iş lem yapmaya devam ettiğ i ve bir çok durumda karını garantilemek amacıyla kurumsal müşteri emirleri ile Oakford hesabındaki emirlerin gerçekleştirilme sırasını değ işt irdiğ i tespit edilmiştir. Bu çerçevede, D'alessio, D'alessio Securities ve MFS'nin, Oakford adına aç ılan hesapta kar-zarar paylaşımına dayalı iş lemler yaparak SEA'in 11(a), 11a-1 ve müşteri emirlerine dayanarak kar elde etme amacıyla müşteri emirlerinden önce iş lem gerçekleşt irerek 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933-SA) 17(a) ile SEA'in 10(b) maddesi ve 10b-5 kuralını ayrı ayrı ihlal etmeleri, kayıt ve rapor yükümlölüklerine aykırı davranarak SEA'in 17(a), 17a-3 ve 17a-5 maddelerini birlikte ihlal etmeleri ve MFS'nin NYSE kurallarının 90(a), 91 ve 92. maddelerini tek baş ına ihlal etmesi nedeniyle cezalandırılmasına karar verilmiştir.

Öte yandan, SEC tarafından, NYSE'nin, 1991 yılından 1997 yılı Aralık ayına kadar geçen sürede, borsa temsilcilerinin dava konusu olaya ilişkin olarak gerçekleşt iрдikleri hukuka aykırı fiillere herhangi bir haklı sebep bulunmaksızın yaptırım uygulamayarak, SEA'in 19(g) maddesindeki yükümlölüğüne aykırı davrandığına ve buna ilişkin olarak bir dizi önlem alınmasına karar verilmiştir<sup>93</sup>.

Bir diğ er dava da, John W. Henry & Co. (JWH) Ş irketinin borsa iş lemlerini yürüten Thomas Edward Kelly'nin (Kelly), görevini kötüye kullanarak, JWH'de edindiğ i gizli bilgiyi (Ş irketin planladığ ı future iş lemlerine ilişkin), Reflex Asset Management (Reflex) adlı Ş irketin baş kanı olan Andrew David Rhee'e (Rhee) verdiğ i, Rhee'nin de bu bilgiyi Reflex Ş irketinin havuz hesabında kısa dönemli iş lemler yaparak kullandığ ı ve JWH'nin iş lemleri ile gerçekleş en fiyat hareketlerinden yararlandığ ı, anılan iş lemlerin 1996 Mart ile 1998 Ocak ayları arasında gerçekleşt iđ i ve iş lemler sonucunda 4.7 milyon \$ kar elde edildiğ i

<sup>92</sup> 79 F. Supp. 2d 357, 359, S.D.N.Y. 1999

<sup>93</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Securities Exchange Act of 1931, Release No.41574, June 29,1999, <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-41574.htm>.

tespitleri üzerine açılmıştır<sup>94</sup>. Kelly, Rhee ve Reflex future piyasalarda işlem yapmaktan men edilmiş ve elde ettikleri 4.735.000\$'ı iade etmelerine karar verilmiştir. Adı geçenler ayrıca, "mail & wire fraud" kuralına aykırılıktan suçlu bulunmuşlardır.

### **3.3. Diğer Ülke Uygulamaları**

#### **3.3.1. Hong Kong**

Hong Kong'un, sermaye piyasaları ile türev piyasalarını düzenleyen Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Kanunu (Securities & Futures Ordinance-SFO) ve ilgili mevzuatta, frontrunninge ilişkin olarak cezai bir hüküm öngörülmemiştir. Bununla birlikte, frontrunning, davranış kurallarına ve "doğru ve uygun olma" (fit and proper) ilkelerine aykırılık teşkil etmesi nedeniyle, ilgili kişiye disiplin cezası uygulanmasını gerektiren bir fiil olarak kabul edilmektedir.

SFO'nun 193. maddesinde düzenlenen, "davranış kurallarına aykırılık"; bir kimsenin lisanslı veya kayıtlı olarak yaptığı bir görevi yerine getirirken, kamu yararına veya yatırımcıların menfaatlerine zarar verecek icrai veya ihmali bir davranışta bulunulmasıdır.

Diğer yandan, Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu'na (Securities & Future Commission-SFC) kayıtlı veya SFC tarafından lisans verilmiş kişilerin davranış kurallarına ilişkin ilkeleri belirleyen rehberde (Code of Conduct for Persons Licenced by or Registered with the Securities and Futures Commission), öngörülen tüm hususlar, anılan kişilerin "doğru ve uygun" olma kriterini sağlamalarına yöneliktir. Frontrunningin hukuk dışı niteliği de göz önünde bulundurulduğunda, SFC'ye kayıtlı veya SFC tarafından lisans verilen kişilerin, frontrunning fiilini gerçekleştirmeleri halinde "doğru ve uygun" olma kriterini sağlamadıkları söylenebilmektedir.

SFO'nun 194. maddesinde disiplin cezaları düzenlenmiş olup, buna göre; düzenlemeye tabi kişilerden "davranış kurallarına aykırılık" teşkil eden bir eylemde bulunan ve "doğru ve uygun" olma kriterini taşımayanların; (i) lisanslarının geçici veya sürekli olarak iptal edilmesi, (ii) kamuoyu önünde veya özel olarak uyarılması, (iii) belli bazı görevleri yerine getirmekten men edilmesi ve (iv) para cezasına çarptırılması mümkündür<sup>95</sup>. Söz konusu cezalar, her somut durum kendi içinde değerlendirilerek ve şartları göz önünde bulundularak verilmektedir.

Örneğin, Commodity Trading Ordinance hükümleri çerçevesinde kayıtlı müşteri temsilcileri olan Wong Kwok On, Andy (Wong), Ng Geoffrey (Ng), Chan Kwok Wai (Chan) ve Li Chi Chiu (Li); Deutsche Futures Hong Kong Limited (DFHK) ve Megabase Futures Company Limited (Megabase), Hang Seng Endeksi Future sözleşmesi (Hang Seng Index Futures Contracts-HSIF) üzerinde gerçekleştirdikleri işlemler nedeniyle SFC tarafından, disiplin cezası ile cezalandırılmıştır.

<sup>94</sup> KELLY, Thomas / RHEE, Andrew: 1998 Front Running Scheme Uncovered, Futures: News, Analysis & Strategies for Futures, Options & Derivatives Traders, Vol.27, Iss.3, s.24.

<sup>95</sup> Securities and Futures Commission: 2003 Code of Conduct For Persons Licensed by or Registered With The Securities And Futures Commission, Hong Kong.

SFC tarafından; 1998 yılında, DFHK'nin üye temsilcisi olan Ng, Chan ve Li tarafından, DFHK'nin, Hang Seng Endeksi Future sözleşmesine ilişkin büyük miktarda işlem gerçekleştireceğine ilişkin bilginin, Megabase'in üye temsilcisi olan Wong'a verildiği, Wong'un, Megabase'deki karısının hesabını kullanarak, DFHK'nin işlemi gerçekleştirdiğinde kar elde ederek kapatacağı bir pozisyon aldığı ve sonuçta elde edilen karı aralarında paylaştıkları tespit edilmiştir. Söz konusu kişilerin, yatırımcıların menfaatlerine zarar verici ve Hong Kong finansal piyasalarının bütünlüğünü bozucu fiillerinin tespiti üzerine, SFC, Wong'un 2 yıl, Ng'nin 18 ay, Chan'in 15 ay ve Li'nin 13 ay süreyle lisanslarının geçici olarak iptal edilmesine karar vermiştir. Söz konusu cezalar, kişilerin olayda oynadıkları rol ve olaya katılma derecelerine göre belirlenmiştir<sup>96</sup>.

### 3.3.2. Kanada

Kanada'da, sermaye piyasaları ile türev piyasalara ilişkin temel düzenleme olan Ontario Menkul Kıymetler Kanunu ve Yönetmelikleri (Ontario Securities Act & Regulation) ve ilgili mevzuatta, frontrunninge ilişkin olarak öngörülmuş bir cezai hüküm bulunmamaktadır. Bununla birlikte, frontrunning, Ontario Menkul Kıymetler Komisyonu (Ontario Securities Commission) tarafından tanınan Düzenleme Hizmetleri Şirketi (Regulation Services Inc.) tarafından yayınlanan Evrensel Piyasa Bütünlüğü Kuralları (Universal Market Integrity Rules-UMIR) içinde özel olarak düzenlenmiştir.

UMIR'in 4.1 maddesine göre, gerçekleştiğinde menkul kıymetin piyasa fiyatını etkileyebilecek bir müşteri emri<sup>97</sup> hakkında bilgi sahibi olan bir katılımcı (dealer, piyasa yapıcısı, uzman vb.), söz konusu müşteri emrinin girilmesinden önce; (i) müşteri emrine konu sermaye piyasası aracı ya da ilgili bir başka sermaye piyasası aracına ilişkin olarak, kendi hesabına/menfaati bulunan bir hesaba veya bir başka müşteri hesabına işlem yapamayacak; (ii) müşteri emrine konu sermaye piyasası aracı ya da ilgili bir başka sermaye piyasası aracının alışı ya da satışı için başka bir kişiden talepte bulunamayacak ve (iii) işin niteliği gereği bilgi verilmesi gerekenler dışında hiçbir kimseye müşteri emri hakkında bilgi veremeyecektir<sup>98</sup>.

Öte yandan, katılımcının menfaatinin bulunduğu bir hesaba ilişkin karar veren ya da karar verme sürecinde görev alan yöneticilerin, ortakların, çalışanların ya da aracılıkların, müşteri emri hakkında herhangi bir bilgi sahibi olmaması; emri veren müşteri yararına olacak şekilde bir işlem yapılması; müşteri emrinin kolaylaştırılması için işlem yapılması; katılımcının müşteri emri hakkında bilgi sahibi olmadan önce planladığı ya da düşündüğü bir pozisyonu almak için, olağan uygulamalara ve alınan risklere uygun olarak, kendi hesabına/menfaati bulunan bir hesaba ilişkin bir işlem yapması; katılımcı tarafından müşteri emri hakkında bilgi sahibi olmadan önce üstlenilen yasal olarak bağlayıcı bir yükümlülüğü yerine getirmek için kendi hesabına/menfaati bulunan bir hesaba ilişkin bir

<sup>96</sup> [http://www.hksfc.org.hk/eng/press\\_releases/html/index/index0.html](http://www.hksfc.org.hk/eng/press_releases/html/index/index0.html)

<sup>97</sup> Söz konusu düzenleme uyarınca, söylentiler gibi kesin olmayan bilgilere dayanılarak yapılan işlemler frontrunning kapsamında sayılmaz.

<sup>98</sup> Regulation Services: The Universal Market Integrity Rules, Universal Market Integrity Rules For Canadian Marketplaces, 2002, Regulation Services: Request For Comments, Universal Market Integrity Rules, 2001.

işlem yapılması ve bir arbitraj hesabı için emir girilmesi halleri hükmün istisnalarını oluşturmaktadır<sup>99</sup>.

Katılımcıların, bir müşterinin henüz girilmemiş ve girildiğinde hisse senetlerinin ya da ilgili opsiyon ya da future sözleşmelerinin fiyatlarını etkileyebilecek emirleri hakkındaki bir bilgiye dayanarak sermaye piyasası aracı alıp satamayacağını öngören anılan hükümde, sınırlayıcı olmamakla birlikte bir takım örnek durumlar sayılmıştır. Buna göre, katılımcının, müşterinin belirli hisse senetlerine yönelik, henüz sisteme iletilmemiş emri hakkında bilgi sahibi olduğu durumlarda, ilgili hisse senedinin dahil olduğu endeksi konu alan bir opsiyon işlemi; bir program alım-satımı ya da endeks opsiyon işlemi gibi girilmemiş bir müşteri emri hakkında bilgi sahibi olduğu durumlarda, endeks future işlemi veya bir program alım-satımı ya da endeks future işlemi gibi girilmemiş bir müşteri emri hakkında bilgi sahibi olduğu durumlarda, endeks opsiyon işlemi yapması yasaktır<sup>100</sup>.

### 3.3.3. Avrupa Birliği

Avrupa Parlamentosu ve Avrupa Birliği Konseyi tarafından, yeni araçlar ve teknolojilerin geliştiği, türev araçlarının kullanımının arttığı ve sınır ötesi işlemlerin çoğaldığı hususları ile, manipülasyon fiiline ilişkin olarak üye ülkeler bazında yeknesak kuralların bulunmadığı, içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin olarak da 89/592/EEC sayılı Direktifte yer alan hükümlerin güncelliğini yitirdiği hususları göz önünde bulundurularak 2003/6/EC sayılı “Piyasanın Suistimali” (Market Abuse) Direktifi yayımlanmıştır.

Söz konusu Direktifin amacı; Avrupa finansal piyasalarının bütünlüğünün sağlanması, tüm Avrupa’da uygulanacak yeknesak kurallar konulması ve uygulanması ile piyasaya güvenin artırılmasıdır. Bu çerçevede, “piyasanın suistimali” (i) kamuya açıklanmamış bilgileri kendi veya üçüncü kişilerin yararına kullanan (içerden öğrenenlerin ticareti) ve (ii) finansal araçların fiyat oluşum mekanizmalarını bozucu işlem yapan veya yanlış ya da yanıltıcı bilgi yayan (manipülasyon) yatırımcılar tarafından, diğer yatırımcılar aleyhine yaratılan durumlarda söz konusu olmaktadır<sup>101</sup>.

2003/6/EC sayılı Direktifin 1. maddesinin ilk fıkrasında, içerden bilgi; “doğrudan veya dolaylı olarak, bir veya daha fazla finansal araç ya da bir veya birden fazla ihraççı ile ilgili, kamuya açıklanmamış ve kamuya açıklanması halinde finansal aracın veya ilgili türev aracın fiyatı üzerinde önemli etki yaratabilecek, kesin bilgi” şeklinde tanımlanmıştır. Aynı maddenin ikinci fıkrasında vadeli mal piyasalarına ilişkin “içerden bilgi” tanımına yer verilmiştir.

Aynı fıkranın 3. paragrafında, finansal araçlara ilişkin emirleri yerine getirmekle görevli kişilere yönelik olarak; müşteri kaynaklı ve müşterinin gerçekleştirecek emrine ilişkin bilginin de “içerden bilgi” olduğu kabul edilmiş, söz konusu bilginin, kesin, doğrudan veya

<sup>99</sup> Regulation Services: The Universal Market Integrity Rules, Universal Market Integrity Rules For Canadian Marketplaces, 2002, Regulation Services: Request For Comments, Universal Market Integrity Rules, 2001.

<sup>100</sup> Regulation Services: Text of Policies Under The Universal Market Integrity Rules, Universal Market Integrity Rules For Canadian Marketplaces, 2002.

<sup>101</sup> [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/abusefaq.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/abusefaq.htm).

dolaylı olarak bir veya daha fazla finansal araç ya da bir veya birden fazla ihraççı ile ilgili olması ve kamuya açıklanması halinde finansal aracın veya ilgili türev aracın fiyatı üzerinde önemli etki yaratabilecek nitelikte olması aranmıştır.

Bu çerçevede, Avrupa Birliği hukukunda, 2003/6/EC sayılı Direktifin 1. maddesinin 3. fıkrası ile frontrunning fiilinin, finansal araçlara ilişkin emirleri yerine getirmekle görevli kişiler ile sınırlı olarak, içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında yasaklandığı görülmektedir.

#### **4. Frontrunning Fiilinin Önlenmesi ve Tespitine İlişkin Öneriler**

##### **4.1. Frontrunning Fiiline İlişkin Kuralların Açık Olarak Belirlenmesi**

Tüm hukuka aykırı fiiller gibi, frontrunning fiilinin önlenmesi de, fiili yasaklayan kuralların açık olarak belirlenmesi ile mümkün olabilecektir. Bu itibarla, frontrunninge ilişkin olarak, gerek üst gerek özdüzenleyici kuruluşlar tarafından ayrıntılı düzenlemeler yapılması gerekmektedir.

Ülkemizde de, bir çok ülkede tercih edildiği gibi, frontrunninge ilişkin “ayrıntılı düzenlemenin” kanun ile değil, düzenleyici kuruluşların getirecekleri kurallar ile yapılması yolunun benimsenmesi mümkündür. Nitekim, düzenleyici kuruluşlar, değişen ve gelişen piyasa koşullarını yakın takip imkanları dolayısıyla, fiili duruma en uygun kuralları koyma avantajına sahiptirler. Bu çerçevede, frontrunning fiilinin tüm unsurlarıyla belirtilerek yasaklandığı açık kurallar konulması, söz konusu kurallara ilişkin olarak ilgililere bilgi verilmesi, bu amaçla eğitimler düzenlenmesi ve konuya ilişkin örneklerin de yer aldığı açıklayıcı bilgilerin genel mektuplar yolu ve diğer vasıtalarla duyurulması yararlı olacaktır.

Ayrıca, frontrunninge ilişkin bilgiler ile söz konusu fiil nedeniyle mağdur olunmaması için dikkat edilmesi gereken hususların duyurulması, yatırımcıları bilgilendirme toplantıları yapılması suretiyle yatırımcıların bilinçlendirilmesi de uygun olacaktır.

##### **4.2. Frontrunning Fiiline İlişkin Kuralların İhlali Halinde Doğacak Sorumlulukların Belirlenmesi**

Frontrunning fiiline ilişkin olarak getirilen kuralların etkinliğinin sağlanması, kuralların ihlali halinde caydırıcı yaptırımların benimsenmesi ile mümkün olacaktır.

SPK'nın 47/A-1 hükmü kapsamında olduğu sonucuna varılan frontrunning fiilinin, bu açıdan da, anılan hüküm çerçevesinde değerlendirilmesi yerinde olacaktır. Zira bu halde, fiili işleyen kişinin, ceza yargılaması sonucunda 2 yıldan 5 yıla kadar hapis, 10 milyar liradan 25 milyar liraya kadar ağır para cezası ile cezalandırılması mümkün olacak, ayrıca, söz konusu kişinin, SPK'nın 46. maddesinin (i) bendi uyarınca borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda geçici veya sürekli olarak işlem yapmasının önlenmesini teminen gerekli tedbirlerin alınması imkanı da doğacaktır. Bu durum da, aracı kurum ortak, yönetici, ihtisas personeli ile müfettiş ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu uyarınca atanan denetçilerin, 46 (i) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması gerektiğini öngören Seri:V No:46 sayılı Tebliğin 9. maddesi ile birlikte değerlendirildiğinde, frontrunning fiilini işleyen

aracı kurum ihtisas personeli açısından, son derece ağır sonuçlar doğuracağından caydırıcı etki yaratacaktır.

#### **4.3. Belge Kayıt Düzeninin Sağlıklı İşlemesi ve Denetimi (Audit Trail)**

Frontrunning fiilinin tespiti ve önlenmesinde en önemli unsurlardan biri, müşteri emirlerinin zamanına ilişkin doğru ve kesin bilginin bulunmasıdır. Zira, frontrunning, müşteri emir formunda yer alan saat/dakikadan sonra, ancak anılan emir gerçekleşmeden önce; broker tarafından işlem yapıldığının tespiti ile ispatlanmaktadır<sup>102</sup>. Bu itibarla, müşteri emir formları ile seans takip formlarında tarih, saat ve dakika bilgisinin, doğru şekilde bulunmasının sağlanması büyük önem taşımaktadır<sup>103</sup>.

Seri:V No:6 sayılı Tebliğin 9. maddesinde, müşterilerden yazılı emir alındığında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliğinin 29. maddesinde belirtilen hususları kapsayan müşteri emir formunun düzenleneceği, sözlü emirlerin de yazılı hale dönüştürüleceği ve tüm emirlere, numarator veya bilgisayar ile müteselsil bir numara verileceği; ayrıca, aracı kuruluşun kendi nam ve hesabına yapacakları da dahil tüm emirlerin müteselsil sıra numarası ile seans takip formuna kaydedileceği öngörülmüştür.

Seri:V No:51 sayılı Tebliğin 5. maddesinde de, daha açık bir düzenleme getirilerek, emir formunun emirler alındığında düzenlenmesi, sözlü emirlerin “alındıkları anda” yazılı hale getirilmesi, emir formunda emrin alındığı tarih, saat ve dakika olarak zamanı gösteren bir ibarenin “damga veya bilgisayar” marifetiyle basılması şart koşulmuştur. Ayrıca, müşteri emrinin telefonla alındığı durumlarda, müşteri imzasının müşteri emir formunda bulunmaması durumunda 6. maddede belirtildiği üzere; konuşmaların kaydedilmesi ve 6 ay süre ile saklanması gerektiği öngörülmüştür. Yine 7. maddede, emirlerin borsaya iletilmesinde “zaman önceliği”nin gözetileceği ve eşitliğin söz konusu olduğu durumlarda müşteri emirlerinin aracı kuruluşun kendi portföyü için verdiği emirlerden önce borsaya iletileceği hükme bağlanmıştır.

Ayrıca, İMKB Yönetim Kurulu 27.01.1997 tarih ve 502 sayılı Genel Mektup ile, üyelerine, Hisse Senetleri Piyasasında yapılan portföy işlemlerinin, müşteri ad ve hesabına yapılan işlemlerden ayrılmasını sağlamak amacıyla, “müş/port” tuşunun kullanılması zorunluluğu getirmiştir.

İlgili mevzuat hükümlerinde, müşteri emirlerine ilişkin saat ve dakika bilgilerinin, müşteri emir formlarında bulunması, formların müteselsil numara içermesi, kayıtların silinmez kalem ile tutulması öngörülmüş olmakla birlikte, ilk etapta, özellikle Seri:V No:46 sayılı Tebliğ hükümlerinin, Seri:V No:51 sayılı Tebliğ hükümlerine paralel şekilde, emirlerin

<sup>102</sup> Comptroller General of The United States, Report to The Congress on Improvements Needed in Regulation of Commodity Futures Trading, June 24, 1975, MARKHAM (89): agm., s.1-17.

<sup>103</sup> CFTC tarafından çifte işlemin sakıncalarının önlenmesi ve etkin bir belge kayıt düzeni geliştirilmesi amacıyla, dakikada bir damgalama, aynı yarım saat içindeki işlemler için aynı sembolü koyma gibi sistemler denenmiş ve hand-held bilgisayar sistemi önerilmiştir. Bu sisteme, heyecanı, likiditeyi azaltacağı ve pitdeki brokerların kullanmasına ilişkin zorluklardan bahisle karşı çıkmıştır. CBOT tarafından işlemin iki tarafı içinde takip eden en yakın zamanda kayıt yükümlülüğü getirilmiş ve son olarak CTR (computerized trade construction) bilgisayar sistemi hayata geçirilmiştir, CME tarafından da alım satım emirlerini karşılaştıran Globex bilgisayar sistemi geliştirilmiştir. Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. MARKHAM (89): agm., s.1-17.

alındıkları anda müşteri emir formuna kaydedileceğini vurgulayan, zamanı gösteren bir ibarenin “damga veya bilgisayar” marifetiyle basılmasını şart koşan ve sözlü emirlere ilişkin kayıtların tutulması<sup>104</sup> ve saklanması yükümlülüğünü öngören şekilde yeniden düzenlenmesi uygun olacaktır. Yine, Seri:V No:46 sayılı Tebliğe, Seri:V No:51 sayılı Tebliğinin 7. maddesinde olduğu gibi, müşteri emirlerinin önceliğine ve yapılan portföy işlemlerinin, müşteri ad ve hesabına yapılan işlemlerden ayrılmasını sağlamak amacıyla, “müş/port” tuşunun kullanılması zorunluluğuna ilişkin açık düzenlemenin eklenmesi yararlı olacaktır.

Öte yandan, uygulamada müşteri emir formlarının, müşteri emirlerinin alındığı zamana ilişkin bilgileri içecek şekilde sağlıklı tutulmadığı ve bu durumun aracı kurumların iş yoğunluğu, vakit darlığı savunmaları ile açıklandığı göz önünde bulundurularak; müşteri emir formlarında, müşteri emirlerinin zamanına ilişkin bilginin tam ve doğru olarak bulunmasının sağlanması amacıyla; yazılı emirlerin, değiştirilmesi mümkün olmayan, otomatik zaman bilgisi ve müteselsil sıra numarası dercetme özelliği bulunan bir programın kullanıldığı bilgisayar sistemi aracılığıyla hazırlanması; sözlü emirlerin, konuşmaların otomatik olarak tarih, saat ve dakika bilgisi dercederek tespit edileceği bir sistem aracılığı ile kaydedilmesi ve söz konusu kayıtların belirli bir süre saklanma zorunluluğunun getirilmesi, elektronik ortamda<sup>105</sup> alınan emirlere ilişkin de benzer bir sistemin benimsenmesi uygun olacaktır.

#### **4.4. İMKB Hisse Senedi Piyasası Uzaktan Erişim Ağı Projesinin Tamamlanması**

İMKB Hisse Senedi Piyasası Uzaktan Erişim Ağı Projesi üç aşamalı olarak tasarlanmıştır. Projenin üyelere, kendi ofislerinden emir girebilmeleri olanağı sağlayan ilk aşamasının yanı sıra, Express API (Ex-API) aracılığıyla üyenin kendi bilgisayar sisteminin Hisse Senedi Piyasası Alım Satım Sistemine doğrudan bağlanabildiği ikinci aşaması da tamamlanmıştır. Böylece, üyelere gelen öneriler ve işleyiş çerçevesinde sistemde gerekli değişikliklerin yapılmasının planlandığı son aşamaya gelinmiştir. Frontrunning fiilinin işlenme olasılığının azaltılması açısından, söz konusu projenin en kısa sürede üçüncü aşamasının da tamamlanarak etkin şekilde kullanımının sağlanması yararlı olacaktır. Zira bu sistem<sup>106</sup> ile üyeler, “mesajlaşma” yöntemini kullanarak kendi bilgisayar sistemleri aracılığı ile, İMKB Alım Satım Sistemi’ne doğrudan erişebilmekte; emir gönderme, emir iyileştirme, emir bölme, emir iptali ve emir durum sorgusu gibi temel bazı fonksiyonları doğrudan gerçekleştirebilmektedir. Anılan sistemde emirler, İMKB kullanıcı terminalleri, klavye ve ekranların kullanılmasına gerek kalmaksızın, üyelerin kendi

<sup>104</sup> Spot piyasadaki işlemlere ilişkin verilen sözlü emirlerin ses kaydı “müşteri mutabakatının sağlanması” ihtiyacı nedeniyle de facto olarak tutulmakta, Seri:V No:46 sayılı Tebliğde bu zorunluluğu öngören bir hüküm bulunmamaktadır.

<sup>105</sup> Sermaye Piyasası Kurulu nezdinde, elektronik ortamda alınan emirlerin sağlıklı şekilde tespiti amacıyla söz konusu emirlerine e-imza ile gönderilmesini ve emri müteakip emrin alındığına ilişkin teyidin otomatik olarak müşteriye gönderilmesini öngören bir sistemin getirilmesine ilişkin çalışmalar sürmektedir.

<sup>106</sup> Elektronik Alım Satım Sistemi ile üyelerin merkezi sistemlerini elektronik bir altyapı, iletişim protokolü ve kullanım yöntemi aracılığıyla bağlamak, üyelerin bu yapı vasıtasıyla emir işlemlerini (emir giriş, emir düzeltme, emir bölme, emir iptal, emir durum sorgusu fonksiyonlarını) elektronik ortamda yürütebilmelerini sağlamak için oluşturulmuş olan bir mesajlaşma arayüzüdür. Bu arayüz, üye sistemi ile Hisse Senetleri Piyasası Temsilci Ekranı (İMKB Ex-API Bilgisayarı) arasındaki iletişim yöntemlerini ve mesaj yapılarını belirlemektedir.



bilgisayar sistemleri aracılığıyla doğrudan İMKB Alım Satım Sistemine iletiildiğinden, diğer bir deyişle üye temsilcilerine ihtiyaç bulunmaksızın gerçekleştiğinden, üye temsilcileri tarafından frontrunning fiilinin gerçekleştirilmesi olasılığı ortadan kalkmaktadır.

Öte yandan, Ex-API sistemi<sup>107</sup> ile üyelerin, müşterilerine daha hızlı hizmet vermesi ve toplanan emirlerin kısa bir süre içerisinde üye sistemi tarafından “öncelik sırası”na göre Hisse Senedi Piyasası Alım Satım Sistemi’ne iletilmesi mümkün olmaktadır. Ayrıca, Ex-API terminaline gelecek cevap mesajlarının üye sistemi tarafından işlenmesi sonucunda, emir ve işlem teyitleri, hesap bazında detaylı olarak anında izlenebilmektedir. Frontrunning fiilinin önlenmesi bakımından, Ex-API sistemi ile sağlanan, toplanan emirlerin otomatik olarak öncelik sırasına göre iletimi ile emir ve işlem teyidi imkanları da önem arz etmektedir.

#### 4.5. Çifte İşleme İlişkin Politikaların Belirlenmesi

Üye temsilcilerinin hem kendi hesabına hem de müşterileri hesabına işlem yapması “çifte işlem” (dual trading) olarak adlandırılmaktadır. Bu durum, müşteri ile müşteri/üye temsilcileri arasında menfaat çatışmalarına yol açmaktadır. Frontrunning fiili de çoğunlukla, brokerin hem kendi hem de müşterileri hesabına işlem yaptığı durumlarda söz konusu olmaktadır. Bu noktada çifte işlemin yasaklanması tartışmaları ortaya çıkmaktadır. Kimileri tarafından çifte işlemin yasaklanması, kimileri tarafından ise yasaklanmaması borsaların gelişmesi için avantajlı olarak görülmektedir<sup>108</sup>. Bu açıdan, çifte işlemin yasaklanıp yasaklanmasının, bir politika tercihi olduğu söylenebilecektir.

Çifte işlemin yasaklanmaması yolunun tercih edilmesi durumunda, menfaat çatışmalarının ve frontrunning gibi mevzuata aykırı fiillerin ortaya çıkmasının önlenmesi açısından, çifte işlemin sınırlarının belirlenmesi<sup>109</sup> ve brokerin kendi adına

---

<sup>107</sup> Ex-API uygulamasıyla birlikte yetkilendirilmiş her üye, kendi internet sitesinden, şubelerinden, şirket merkezindeki terminallerinden ve diğer kaynaklardan süre ile kısıtlı kalmaksızın elektronik olarak ileteceği emirleri sisteminde toplayarak gerekli risk kontrollerinin yapılmasının ardından üye merkez ofisinde bulunan Ex-API terminali aracılığıyla piyasaların açıldığı andan itibaren, Hisse Senedi Piyasası Alım Satım Sistemi’ne elektronik olarak aktarılabilir.

<sup>108</sup> Brokerların hem kendi adına hem de müşterileri adına işlem yapmalarının vadeli piyasalar üzerindeki etkisini inceleyen bir amprik çalışmada brokerin sadece müşterileri adına işlem yaptığı durum ile hem müşterileri hem de kendi adına işlem yaptığı durumlar karşılaştırmalı olarak incelenmiş ve ilk durumda, brokerin beklenen karının ikinci duruma oranla daha yüksek olması gerektiği, brokerin sadece müşterileri adına işlem yaptığı ikinci durumda ise müşterinin beklenen karının daha yüksek olması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Bununla birlikte, yatırımcıların çifte işlemin yasaklanması konusunda farklı tercihleri olduğu ortaya konulmuştur. “Çifte işlem”in yasaklanması, bilgilendirilen müşterilerin beklenen karının artması yönünde, bilgilendirilmeyen müşterilerin beklenen karının ise düşmesi yönünde etki yaratacaktır. Öte yandan, frontrunning yapan brokerların daha etkin işlem yaptığından bahisle, bilgi verilen müşterilerin frontrunninge karşı olduğu, buna karşın bilgi verilmeyen müşterilerin frontrunning yapılmasını tercih ettikleri tespit edilmiştir.

Sonuç olarak hem kendi hem müşterileri hesabına işlem yapan brokerların, sadece müşterileri adına işlem yapan brokerlara oranla daha çok kar elde ettikleri ve hem kendi hem müşterileri adına işlem yapan brokerların müşterilerinin, sadece müşterileri adına işlem yapan brokerların müşterilerinden daha çok kar elde ettikleri tespit edilmiştir. FISHMAN, Michael J. / LONGSTAFF, Francis A.: Dual Trading in Futures Markets, The Journal of Finance, Vol.47, Iss.2, 1992, s.666.

<sup>109</sup> Örneğin, Securities Regulation Code 34. maddesinde brokerların kendi hesabına işlem yapmaları yasaklanmış ancak 4 istisnai hal öngörülmüştür. Bunlar, piyasa yapıcılığı amacıyla, yanlışlıkla yapılan işlemin kapatılması amacıyla, çift-lot işlemi gerçekleştirmek amacıyla yapılacak işlemler ile SEC tarafından benzer kabul edilecek işlemlerdir. CFTC’de ise brokerin aynı seans içinde hem kendi hem de müşterisi adına işlem

gerçekleştireceği işlemlerin sıkı gözetim altında tutulması yararlı olacaktır. Çifte işlem, mevzuatımız çerçevesinde yasaklanmamış, aracı kurum ile müşteri arasındaki mutad ilişki dışındaki imkanlardan yararlanmamak şartıyla serbest bırakılmıştır<sup>110</sup>.

TSPAKB'nin 26 nolu Meslek Kuralında, üyelere, "çifte işlem"e ilişkin, çalışanların sermaye piyasası işlemleri yapma şartlarına ve bu işlemlere ilişkin üyeyi bilgilendirme esaslarına da yer veren bir düzenleme yapma zorunluluğu getirilmiştir. Yine aynı kuralda, üyelerin, diğer üyenin çalışanının kendi nezdlerinde hesap açtırması durumunda, (i) hesabı açtırmanın, diğer üyenin çalışanı olduğunu şahsen bildirmesi ya da (ii) açılan hesabın diğer üyenin çalışanına ait olduğunun herhangi bir şekilde öğrenilmesi halinde, hesap açtırana ilişkin bu bilgiyi, diğer üyeye yazılı olarak bildireceği öngörülmüştür.

Söz konusu düzenlemenin getirilmesi, "çifte işlem"in sınırlarının belirlenmesi açısından olumlu bir gelişme olmakla birlikte, nezdinde hesap açılan üyenin, diğer üyeye bildirimde bulunmasına ilişkin yükümlülüğün işlerliğinin sağlanması amacıyla, hesap açtırıcı çalışanlara, diğer üye çalışanı olduğunu, nezdinde hesap açılan üyeye bildirme yükümlülüğü getirilmesi ve bu bildirimle ilişkin esasların ayrıntılı şekilde belirlenmesi yararlı olacaktır.

Ayrıca, "çifte işlem"e izin veren sermaye piyasası kurumlarının çalışanlarının hesapları üzerinde, yoğun ve etkin şekilde gözetiminin sağlanması gerekmektedir. Bu şekilde "çifte işlem"in sınırlarının çizilmesine ilişkin düzenlemeler ve sıkı gözetimin sağlanması, sermaye piyasası kurumları çalışanlarının, kendi hesaplarını kullanarak frontrunning fiilini işleminin önlenmesi ve tespiti açısından büyük önem taşımaktadır. Ancak, anılan hususlar, büyük miktarda müşteri emrine ilişkin bilgilerin, üçüncü kişilerin hesapları aracılığıyla kullanılması halinde bir çözüm olmayacaktır.

#### **4.6. Etkin Gözetim Sisteminin Kurulması**

Sermaye piyasalarında, piyasanın; yatırımcıların korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf bir biçimde işleminin güvence altına alınması, diğer bir deyişle mevzuata uyumun sağlanması amacıyla sürekli gözetimi, mevzuata aykırı fiillere ilişkin hem önleyici hem caydırıcı bir unsur oluşturmaktadır.

Bu çerçevede, gerek üst ve özdüzenleyici kuruluşlar gerek sermaye piyasası kurumları tarafından, gözetim ve denetim mekanizmalarının etkin şekilde işletilmesi ile söz konusu kuruluşlar arasında işbirliğinin sağlanması gerekmektedir. Bu bakımdan, gerekli teknik donanımın sağlanması ve personelin istihdamı önem taşımaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu ile İMKB yetkililerinden oluşan bir komisyon tarafından, her iki kurumun katılımı ile kurulan ortak proje grubu, sermaye piyasalarına uygun bir gözetim programının oluşturulması yönündeki çalışmalarını sürdürmektedir. Kısa sürede hayata geçirilmesi planlanan ve İMKB'de gerçekleşen hisse senedi işlemlerinin, on-line ve gerçek

---

yapması yasaklanmıştır.

<sup>110</sup> Seri:V No:46 sayılı Tebliğin 58. maddesinin h bendinde; aracı kurumların, herhangi bir şekilde yanlarında çalıştırdıkları kişilerin, mutad müşteri aracı kurum ilişkisi dışında imkanlarından yararlanmak suretiyle kendi nam ve hesaplarına işlem yapmalarına olanak sağlayamayacakları öngörülmüştür.

zamanlı izlenmesini sağlayacak bu proje ile, piyasayı bozucu hukuka aykırı işlemlerin de, hızlı bir şekilde tespit edilmesi ve bu işlemlere ilişkin gerekli önlemlerin alınması amaçlanmaktadır. Bu şekilde piyasaya olan güvenin artması ve buna bağlı olarak yatırımcı sayısı ve işlem hacminde yükselme beklenmektedir.

Halihazırda çalışmaları süren projenin, "NASDAQ" veya "NYSE Stock Watch" sistemlerinde olduğu gibi<sup>111</sup>, piyasadaki fiyat, miktar ve işlem hareketlerinin sürekli izlenmesi ile olağandışı hareketlere ilişkin uyarı verecek şekilde tasarlanması ve proje kapsamında özel olarak frontrunning işlemlerini de tespit etmeye yönelik uyarı mekanizmalarının oluşturulması yararlı olacaktır. Bu amaçla, büyük miktarda alım-satım emirleri ile söz konusu emirlerin gerçekleştirilmesinden önce aynı yönde gerçekleştirilen büyük miktarda emirlere ve söz konusu emrin gerçekleşmesinden sonra aksi yönde gerçekleştirilen emirlere ilişkin uyarı sisteminin kurulması uygun olacaktır.

Diğer yandan, Hisse Senetleri Piyasasında emirlerin üyeler tarafından, Bilgisayarlı Alım Satım Sistemine, müşteri emri, portföy emri (borsa üyelerinin kendi nam ve hesaplarına verdikleri emirler) ve fon emri (yatırım fonu adına girilmiş emir) ayrımı gözetilmek suretiyle, klavyede bulunan "Müşteri/Portföy/Fon Emri" tuşu kullanılarak girilmesi yönündeki zorunluluk ile Seri:V No:62 sayılı Tebliğ ile Seri:V No:46 sayılı Tebliğe eklenen 13/A maddesi ve Seri:V No:6 sayılı Tebliğin 4. maddesi ile getirilen alım satım işlemlerine ilişkin olarak müşteri hesap numarası kullanılmasına ilişkin zorunluluk, gözetim sonuçlarının sağlıklı ve etkin olarak değerlendirilmesi açısından son derece yararlı gelişmelerdir. Bu açıdan, söz konusu hususlara uyulmasına gerekli özenin gösterilmesinin sağlanması önem arz etmektedir.

#### **4.7. Sermaye Piyasası Kurumlarının İhtisas Personeline İlişkin Mesleki Bilgilerin Kamuya Duyurulması**

Sermaye piyasası kurumlarının ihtisas personelinin<sup>112</sup> mesleki anlamda önemli olabilecek hususlara ilişkin bilgilerine yatırımcılar tarafından erişilebilmesinin sağlanması yararlı olacaktır. Bu şekilde, frontrunning ve benzeri fiilleri işleyen sermaye piyasası kurumları ve personelleri hakkında kamunun bilgi sahibi olması sağlanacak, bu da, frontrunning açısından caydırıcı bir durum yaratacaktır.

Günümüzde, bilginin iletilmesinde en etkin ve sağlıklı yol bilginin web sitelerinde yayımlanmasıdır<sup>113</sup>. Bu yöntem bir çok ülke düzenleyici otoriteleri tarafından kullanılmaktadır<sup>114</sup>. TSPAKB'nin web sitesinde, TSPAKB Statüsünün 6/g maddesi ile

<sup>111</sup> [www.nyse.com/pdfs/nyse-chap-03.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/nyse-chap-03.pdf).

<sup>112</sup> Seri:V No:46 sayılı Tebliğ'in 9. maddesinde, aracı kurum ihtisas personeli; aracı kurum bünyesinde bulunan birimlerin yönetiminden sorumlu kişilere bağlı olarak çalışan müşteri temsilcisi, borsa üye temsilcisi, kurumsal finansman uzmanı, portföy yöneticisi, yatırım danışmanı ile yaptıkları iş itibarıyla benzer sorumluluğu taşıyan diğer kişiler olarak belirlenmiştir.

<sup>113</sup> Örneğin, NASD, brokerlar hakkındaki mesleki bilgilerin kamuya duyurulması amacıyla kitap halinde basılmasına ilişkin iletilen talebi, kitaptaki bilgilerin güncelliğinin sağlanamayacağı gerekçesi ile reddetmiştir.

<sup>114</sup> NASD tarafından kullanılan "kamuya açıklama programı" ("public disclosure program") ile broker ve dealerların sermaye piyasası hukuku ihlalleri, haklarındaki cezai takipler ve yatırımcı şikayetleri kamuya duyurulmaktadır. Sistemin işleyişi ve ayrıntılı bilgi için bkz. ANTILLA, Susan: How Wall Street Protects Bad Brokers, Bloomberg Markets July 2002, s.74-77.

verilen yetki çerçevesinde çözülen uyuşmazlıklar; tarih, taraflar ve konu bazında, Statünün 24. maddesi ve TSPAKB Disiplin Yönetmeliği'nde yer alan düzenlemeler çerçevesinde üyeler hakkında yürütülen disiplin soruşturmaları da; tarih, konu ve sonuç bazında yayımlanmaktadır. Söz konusu bilgiler üyeler bazında verilmekte olup, üye personeline ilişkin ayrıca bilgi bulunmamaktadır.

Bu açıdan, ülkemizde de, sermaye piyasası kurumları personelinden, Seri:VII No:34 sayılı Tebliğ uyarınca lisans alması zorunlu personele ilişkin sicil veri tabanında yer alan bilgilerin, kamu yararı açısından Kurulca uygun görülen kısmının, kamunun erişimine açık tutulması, özellikle müşteri temsilcilerinin mesleki geçmişleri, lisans bilgileri ve haklarındaki yargısal takipler ve disiplin prosedürleri ile yatırımcı şikayetleri ve sonuçlarına ilişkin bilgilerin, TSPAKB veya Sermaye Piyasası Kurulunun web sitelerinde yayımlanarak kamunun bilgisine sunulması yararlı olacaktır. Bu amaçla, Seri:VII No:34 sayılı Tebliğin "Kamuya Açıklama" başlıklı maddesinde yer alan, sicil bilgilerinin kamu yararı açısından Kurulca uygun görülen kısmının talep eden ilgililere verileceğine ilişkin hükmün, talep koşulunun çıkarılarak sicil kayıt bilgilerinin kamu yararı açısından Kurulca uygun görülen kısmının kamuya duyurulacağı şeklinde yeniden düzenlenmesi uygun olacaktır.

#### **4.8. Uluslararası İşbirliğinin Sağlanması**

Günümüzde, teknolojinin gelişmesi ve globalleşme ile birlikte, yatırımcıların aynı anda birçok ülkede işlem yapmaları mümkün hale gelmiştir. Bu durum da, frontrunning gibi sermaye piyasası suçlarının giderek sınır ötesi nitelik kazanmasına yol açmıştır. Anılan suçların incelenmesi ve denetiminde uluslararası işbirliği kaçınılmazdır. Frontrunning fiilinin sınır ötesi takibinin yapılabilmesi amacıyla da, adli yardımlaşma anlaşmaları, talepler, uluslararası sözleşmeler, bölgesel işbirliklerine önem verilmesi gerekmektedir. Zira, sermaye piyasası suçlarının çok kısa bir süre içinde gerçekleştirildiği ve bu tip suçlara erken müdahale etmenin önemi göz önünde bulundurulduğunda, sermaye piyasası otoriteleri arasında bilgi değişimi sürecini hızlandıracak mekanizmaların kullanılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Bu açıdan, düzenleyici otoritelerin, denetimlerde birbirlerinden yardım almasını kolaylaştıran ve devletler arasında değil de doğrudan sermaye piyasası kurumları arasında imzalandığından, yalnızca sermaye piyasaları ile ilgili hükümler içeren ve kurumların ihtiyaçlarına daha iyi cevap veren İşbirliği Anlaşmaları (Memorandum of Understanding-MoU) önem kazanmaktadır. Bu kapsamda, Mayıs 2002'de İstanbul'da yapılan IOSCO toplantısında imzalanan çok taraflı işbirliği anlaşması, sermaye piyasaları suçlarının denetiminde, uluslararası işbirliği adına atılmış çok önemli bir adımdır<sup>115</sup>.

Sermaye piyasası suçlarının, dolayısıyla frontrunningin araştırılması ve tespitinde son derece önem arz eden bu tür işbirliklerinin, üye olmayan diğer ülkeleri de kapsayacak şekilde geliştirilmesi ve sınır ötesi sermaye piyasası suçlarında acil durumlara yönelik

---

Yine, Ontario Securities Commission web sitesinde, kayıtlı brokerların haklarında hukuki takip yapıp yapılmadığına ilişkin bilgilere yer vermektedir.

<sup>115</sup> SAATÇİ, Şenda: Sermaye Piyasası Suçlarının Araştırılması ve Tespitinde Uluslararası İşbirliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, 2002, İstanbul.

olarak, daha hızlı müdahalenin sağlanabilmesini teminen sermaye piyasası kurumlarının denetim faaliyetlerini ortaklaşa yürütmelerinin sağlanması yerinde olacaktır.

## **SONUÇ**

Sermaye piyasalarının dürüst işleyişini bozan frontrunning fiili, müşteri/üye temsilcisi veya diğer piyasa katılımcıları tarafından, bir sermaye piyasası aracına ilişkin büyük miktartlı müşteri emri kaynaklı, önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye dayanılarak, menfaat elde etmek amacıyla, müşteri emrine konu olan veya ilgili bir diğer sermaye piyasası aracı üzerinde işlem yapılmasıdır.

Frontrunning fiilinde, müşteri/üye temsilcisi veya diğer piyasa katılımcıları, büyük miktartlı bir müşteri emrine ilişkin bilgi sahibi olarak, müşteriden önce işlem yapmakta; büyük miktartlı müşteri emrinin ilgili sermaye piyasası aracının fiyatında yaratacağı etkiden yararlanarak menfaat elde etmektedir. Bu itibarla, çoğunlukla bilgi edinme avantajına sahip olan müşteri/üye temsilcileri tarafından gerçekleştirilen frontrunning fiili ile, bir yandan, fiili işleyen kişi tarafından çok kısa süre içinde büyük miktarlarda haksız kazanç elde edilirken, diğer yandan piyasaların dürüst, adil, etkin ve şeffaf biçimde işleyiş bozulmaktadır. Bu açıdan, frontrunning fiilinin tanımlanması, önlenmesi, tespiti ve cezalandırılması büyük önem arz etmektedir.

Frontrunning fiili Türk sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde değerlendirildiğinde, fiilin, “adil ve dürüst işlem” ve “müşterinin önceliği” gibi temel ilkelere aykırı olduğu, mevzuatın çeşitli hükümlerini ihlal ettiği ancak bu kuralların yeterli derecede caydırıcı olmadığı görülmektedir. Nitekim mevcut mevzuatta, frontrunning fiilini tüm unsurlarıyla ortaya koyarak yasaklayan ve fiili işleyenlerin cezalandırılmasını öngören açık bir hüküm bulunmamaktadır.

Bununla birlikte, frontrunning fiilinin unsurları, SPK'nın 47/A-1 maddesi çerçevesinde değerlendirildiğinde, fiilin anılan hükmün kapsamında olduğu görülmektedir. Bu açıdan, frontrunning fiilini işleyenlerin SPK'nın 47/A-1 hükmü çerçevesinde cezalandırılmasının mümkün olduğu sonucuna varmak yanlış olmayacaktır.

ABD hukukunda da, frontrunning fiili, davranış kurallarının yanı sıra içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan 10b-5 kuralı çerçevesinde değerlendirilmekte, içerden öğrenenlerin ticaretinin daha küçük, daha hızlı ve tespiti daha zor olan bir versiyonu olarak görülmektedir<sup>116</sup>.

Bu itibarla, SPK'nın 47/A-1 maddesinde düzenlenen içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin hükmün, Sermaye Piyasası Kurulunca yapılacak değerlendirmeler ve yargı kararları ile frontrunning fiiline uygulanabilirliğinin sağlanmasının yerinde olacağı sonucuna varılmaktadır.

Frontrunning fiilinin SPK'nın 47/A-1 hükmüne aykırılık teşkil ettiğinin kabulünün yanısıra düzenleyici ve özdüzenleyici kuruluşlar tarafından fiili yasaklayan açık

---

<sup>116</sup> VINZANT, agm., s.115-120, BOVI: agm., s.20-21.

düzenlemeler getirilmesi ve söz konusu kurallar hakkında ilgililerin bilgilendirilmesi yararlı olacaktır.

Ayrıca, frontrunning fiilinin önlenmesi ve tespiti amacıyla; sermaye piyasası kurumlarının belge kayıt düzeninin, müşteri emirlerine ilişkin doğru saat ve dakika bilgilerin bulunmasının sağlanmasına yönelik hükümler içerecek şekilde düzenlenmesi, belge ve kayıt düzeninin sağlıklı işleyişinin sağlanması ve denetlenmesi; uzaktan erişim projesinin üçüncü aşamasının da mümkün olan en kısa sürede tamamlanması ve sistemin kullanılmasının yaygınlaştırılması yararlı olacaktır.

Yine, sermaye piyasası kurumları ihtisas personelinin hem müşterileri hem kendi hesaplarına işlem yapmalarına ilişkin politikaların belirlenmesi, bu kapsamda anılan kişilerin kendi hesaplarına da işlem yapmalarına izin verilmesi halinde, konunun frontrunning fiilinin işlenmesini engelleyecek önlemler alınarak sıkı şekilde düzenlenmesi ve söz konusu hesaplar üzerinde özel olarak gözetim yapılması gerekmektedir.

Öte yandan, frontrunninge ilişkin piyasa gözetiminin etkinliğinin artırılması açısından, frontrunning fiilinin tespitine ilişkin uyarı programları içeren bilgisayarlı gözetim sistemlerinin geliştirilerek kullanılması ile kamunun aydınlatılması ile caydırıcılığın sağlanması açısından, yatırımcıların işlemlerini gerçekleştirdikleri sermaye piyasası kurumları ve personelinin, frontrunning de dahil hukuka aykırı fiillerini de içerecek şekilde bilgi sahibi olmalarının sağlanması yararlı olacaktır.

Son olarak, frontrunning fiilinin takibi açısından, uluslararası işbirliği anlaşmalarının geliştirilmesi ve sınır ötesi sermaye piyasası suçlarında acil durumlara yönelik olarak, daha hızlı müdahalenin sağlanabilmesini teminen sermaye piyasası kurumlarının denetim faaliyetlerini ortaklaşa yürütmelerinin sağlanması önerilmiştir.

## KAYNAKÇA

ANTILLA, Susan :

2002 How Wall Street Protects Bad Brokers, Bloomberg Markets July 2002, s.74-77

BOVI, David M. :

1994 Rule 10b-5 Liability For Front-Running: Adding A New Dimension To The "Money Game", St. Thomas Law Review, Vol.103, s.1-30

CACCESE, Michael S. :

1997 Insider Trading Laws And The Role of Securities Analysts, Financial Analysts Journal, Vol.53, No.2,

<http://www.aimrpubs.org/faj/issues/v53n2/full/f0530009a.html>, 2002

Comptroller General Of The United States:

1975 Report To The Congress On Improvements Needed In Regulation Of Commodity Futures Trading

FISHMAN, Michael J. / LONGSTAFF, Francis A. :

1992 Dual Trading in Futures Markets, The Journal of Finance, Vol.47, Iss.2, s.643-671

Front-Running the Rumour Mills, Business Times, 4.3.2001

HOWARD, Mark S. :

1991 Frontrunning In The Marketplace: A Regulatory Dilemma, Securities Regulation Law Journal, Vol. 19, s.263-291

KELLY, Thomas / RHEE, Andrew :

1998 Front Running Scheme Uncovered, Futures: News, Analysis & Strategies for Futures, Options & Derivatives Traders, Vol.27, Iss.3, s.24

KUMAR, Raman / SARIN, Atulya / SHASTRI, Kuldeep :

1992 Papers And Proceedings of The Fifty Second Annual Meeting of The American Finance Association, The Journal Of Finance, Vol.47, Iss.3, s.879-889

LOWENFELS, Lewis D. / BROMBERG, Alan R. :

1991 Security Market Manipulations: An Examination And Analysis of Domination And Control, Frontrunning and Parking, Albany Law Review, Vol.55, No.2, s.294-364

MANAVGAT, Çağlar :

1998 Türk Hukukunda "İçerden Öğrenen" Kavramı, Batider, C.XIX Sa.4, s.177-204

MARKHAM, Jerry W. :

1988 "Front Running" – Insider Trading Under The Commodity Exchange Act, Catholic University Law Review, Vol.38, s.69-127

MARKHAM, Jerry W. :

1989 Prohibited Floor Trading Activities Under The Commodity Exchange Act, Fordham Law Review, Vol.58, s.1-52

MARKHAM, Jerry W. / STEPHANZ, Rita McCloy :

1998 The Stock Market Crash of 1987 – The United States Looks At New Recommendations, The Georgetown Law Journal, Vol.76, s.1993-2043

MCCANN, Craig :

2000 Detecting Personal Trading Abuses, <http://www.sec.gov/rules/other/f4-433/mccann1.htm>, 2003

MCLUCAS, William R. / ANGOTTi, Alma M. :

1989 Market Manipulation, Securities & Commodities Regulation, Vol.22, No.10, s.103-113

Ministry Of Economic Development :

2002 Reform of Securities Trading Law: Volume One: Insider Trading: Fundamental Review, Discussion Development,

[http://www.med.govt.nz/buslt/bus\\_pol/bus\\_law/securities/insider/insider.pdf](http://www.med.govt.nz/buslt/bus_pol/bus_law/securities/insider/insider.pdf), 2003

MYSLIVIEC, Regina C. :

Market Fraud And Its Victims (chapter 8), Electronic Bull And Bears: U.S. Securities Markets and Information Technology, s.149-163, <http://www.wws.princeton.edu/cgi-bin/byteserv.prl/>, 2003

The Operation of Futures Markets, Electronic Bull And Bears: U.S. Securities Markets and Information Technology, s.72, <http://www.wws.princeton.edu/cgi-bin/byteserv.prl/~ota/disk2/1990/9015/901506.PDF>, 2003

NASAC (National Association of Securities Arbitration Counselors) :

2003 Evaluating Claims, <http://www.nasac.com/evaluate.htm>, 2003

O'CONNOR, Marleen A. :

1989 Towards A More Efficient Deterrence Of Insider Trading: The Repeal Of Section 16(b), Fordham Law Review, Vol.58, s.310-381

Prohibited Broker Conduct, Securities Receivable Arbitration,

<http://www.stockarbitration.net/prohibited.htm>, 2003

Regulation Services :

2001 Request For Comments, Universal Market Integrity Rules

Regulation Services :

2002 Text of Policies Under The Universal Market Integrity Rules, Universal Market Integrity Rules For Canadian Marketplaces

Regulation Services :

2002 The Universal Market Integrity Rules, Universal Market Integrity Rules For Canadian Marketplaces

HOWARD, Mark S. : Frontrunning In The Marketplace: A Regulatory Dilemma, Securities Regulation Law Journal, Vol. 19, 1991,s.263-264

SAATÇI, Şenda:

2002, Sermaye Piyasası Suçlarının Araştırılması ve Tespitinde Uluslararası İşbirliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, İstanbul.

SEC-MRD Memo Circular No.009, Broker / Dealer Prohibition Under Section 34 of the Securities Regulation Code, [http://www.sec.gov.ph/circulars/cy,2001/omc/SEC-MRD\\_Memo-09.htm](http://www.sec.gov.ph/circulars/cy,2001/omc/SEC-MRD_Memo-09.htm), 2003

Securities Exchange Act of 1931, Release No.41574, June 29, 1999

<http://www.sec.gov/litigation/admin/34-41574.html>, 2003



Securities and Exchange Commission, Find Law Class Action and Mass Tort Center,  
<http://www.classaction.findlaw.com/cases/securities/sec/sec1/files/2001/1r16984.html>, 2003

Securities and Futures Commission :  
2003 Code of Conduct For Persons Licensed by or Registered With The Securities And  
Futures Commission, Hong Kong

STONEMAN, Tracy Pride / SCHULZ, Douglas J. :  
2002 Brokerage Fraud: What Wall Street Doesn't Want You To Know, Dearborn Trade  
Publishing, United States of America

TURANBOY, Asuman:  
1990 İnsider Muameleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Banka ve Ticaret  
Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara

VARIŞ TEZCANLI, Meral :  
1996 İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası  
Yayınları, İstanbul

VINZANT, Carol :  
1999 The New Improved Game of Insider Trading, Fortune, Vol.139 Iss.11, s.115-120

<http://risk.ifci.ch/134750.htm>

<http://www.investorclaims.com/html/brokermisconduct.html>

<http://www.sec-nasd-law.com/misrepresentation.htm>

<http://www.investorclaims.com/html/brokermisconduct.html>

<http://www.sec-nasd-law.com/misrepresentation.htm>

## Sermaye Piyasası Kurumları Personelinin Hukuk Dışı Fiilleri

### 1- Müşteri Tanıma Kuralına Aykırılık (Unsuitability)

Brokerın başta gelen yükümlülüklerinden biri, müşterisini tanıması ve müşteriye uygun yatırım tavsiyelerinde bulunması amacıyla, müşterisinin finansal durumu, yatırım amaçları, vergiye ilişkin durumu, geleceğe ilişkin ihtiyaçları, beklediği kar miktarı ve almak istediği risk derecesine ilişkin bilgileri edinmesidir. Brokerın müşterisine yatırım tavsiyesinde bulunurken, müşterisinin yatırım amaçları ve ihtiyaçları ile tolere edebileceği risk derecesini göz önünde bulundurması, hatta yine bu çerçevede, müşterisinin durumuna uygun olmayan emirleri almaktan kaçınması gerekmektedir. Müşterinin durumuna ilişkin söz konusu değerlendirmenin sürekli olarak yapılması beklenmektedir<sup>117</sup>. Örneğin düşük risk almayı tercih eden -87 yaşında ve tek geliri emekli maaşı olan- bir yatırımcıya yüksek-teknoloji üreten ya da yeni kurulan bir şirketin hisse senedinin tavsiye edilmesi, müşteri tanıma kuralına aykırılık yaratacaktır<sup>118</sup>.

ABD hukukunda Ulusal Menkul Kıymetler Aracıları Birliği (National Association of Securities Dealers-NASD), uygulamaya ilişkin kuralları belirlediği “Manual Rules of Practice”in 2. bölüm 3. maddesinde yer alan kural ile, brokerın müşterisine yatırım tavsiyesinde bulunurken, tavsiyenin, müşterinin mali durumu, amaçları ile uygun olduğuna ilişkin mantıklı dayanakları olması gerektiğini; New York Borsası (New York Stock Exchange-NYSE), “müşterini tanı” kuralı ile üyelerinin müşterilerine ilişkin önemli bilgileri öğrenmelerini öngörmektedir.

Türk hukukunda, Seri:V No: 46 sayılı Tebliğin 12. maddesinde açıkça müşteri tanıma kuralına yer verilmiş, aracı kurumların müşterilerinin risk ve getiri tercihleri, yatırım amaçları ve mali durumları hakkında bilgi almak amacıyla standart form geliştirmek, bu formlarda yer alan bilgileri güncelleştirmek ve formları saklamak zorunda oldukları öngörülmüştür<sup>119</sup>. Öte yandan, Seri:V No:55 sayılı Tebliğin 7. maddesinin (b) bendi ve 11. maddesinin (c) bendi ile Seri:V No:59 sayılı Tebliğin 12. maddesinin (g) ve (j) bendi ile 15. maddesi de bu amaca yönelik hükümler içermektedir. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Meslek Kurallarından 12 nolu kural da “müşteriyi tanıma kuralı”nı öngörmektedir.

<sup>117</sup> <http://www.investorclaims.com/html/brokermisconduct.html>.

<http://www.sec-nasd-law.com/misrepresentation.htm>.

<sup>118</sup> <http://www.investorclaims.com/html/brokermisconduct.html>.

<http://www.nasac.com/evaluate.htm>.

<sup>119</sup> Müşteri temsilcileri, Seri:V No: 46 sayılı Tebliğin 46. maddesi uyarınca, yatırım danışmanlığı kapsamında bulunmayacak şekilde müşterilerine, sermaye piyasası araçları, bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında yönlendirici nitelikte olmayan yazılı veya sözlü bilgi verebileceklerdir.

## 2- Yetkisiz İşlem Yapma (Unauthorized Trading)

Yetkisiz işlem yapma, broker tarafından, önceden alınmış yetki bulunmaksızın müşteri hesabında işlem yapılmasıdır.

ABD hukukunda, brokera önceden yetki verilmesi iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlardan ilki, brokera, müşteri hesabında müşteri ile müzakere etmeksizin işlem yapabilmesi yönünde genel “yazılı yetki” verilmesi, diğeri ise, belli bir emre ilişkin olarak “zaman ve fiyat”a ilişkin takdir yetkisi<sup>120</sup> verilmesidir. Bu da, işlem yapılması istenen sermaye piyasası aracı ve yapılması istenen miktarın müşteri tarafından belirtilmesi, ancak emrin girilme zamanının ve fiyatının brokerın takdir yetkisine bırakılması ile olmaktadır.

NYSE 408 nolu kuralı ile; müşteri hesabında müşterinin yazılı vekaletnamesi olmaksızın broker tarafından bizzat işlem yapılması ve müşteri dışında bir kişiden emir alınarak işlem yapılması yasaklanmaktadır. NASD 2510 nolu kuralı da, brokerın müşteri hesabında işlem yapabilmesi için, her bir işlemde önce yazılı-imzalı yetki belgesi alınmasını aramaktadır<sup>121</sup>. Broker tarafından gerçekleştirilen işlemlere sonradan açıkça onay verilmesi ya da gerçekleştirilen işlemlere ilişkin zımni onay verildiğinin kabul edilmesi halinde, yetkisiz işlem yapmadan söz edilemeyecektir<sup>122</sup>. Müşteri hesabında yetkisiz olarak gerçekleştirilen işlemlere ilişkin gönderilen onay belgesine öngörülen süre içerisinde itiraz edilmemesi ya da yine hesabında yetkisiz olarak gerçekleştirilen bir veya birden çok işleme itiraz edilmemişken müteakip işleme itiraz edilmesi durumunda da, broker tarafından gerçekleştirilen işlemlere zımni onay verildiği kabul edilmektedir.

Türk hukukunda, müşteri tarafından, müşteri temsilcisi adına genel nitelikli yetki verilmesi mümkün değildir. Nitekim, Seri:V No:46 sayılı Tebliğin 58. maddesinin (k) bendinde, aracı kurum yöneticileri ve merkez dışı örgütleri dahil tüm çalışanlarının, hisse senedi alım satım emri verme, ordino ve diğer belgeleri imzalama, nakit ve menkul kıymet yatırma çekme, virman işlemi yapma gibi geniş yetkiler içeren vekaletname olarak müşteri adına işlem yapmasının yasak olduğu belirtilmiştir<sup>123</sup>.

## 3- Gerekli Açıklamayı Yapmama (Misrepresentation/Omission)

Gerekli açıklamayı yapmama, yapılacak olan bir işlemin esaslı unsurlarına ilişkin bilgi verilmemesi veya eksik ya da yanıltıcı bilgi verilmesi halinde söz konusu olur. Burada esaslı unsurdan kasıt, müşterinin yatırım kararını etkileyecek önemli bir bilgidir, örneğin; işlemin taşıdığı riskin derecesi, önemli bilgi olarak kabul edilmektedir<sup>124</sup>.

<sup>120</sup> ABD uygulamasında NYSE tarafından zamana ilişkin yetkinin, dakika ve saate ilişkin olarak kullanılabilmesi, bir kaç gün ya da hafta gibi uzun süre için söz konusu olmayacağı kabul edilmektedir. Bununla birlikte, NYSE ve NASD kurallarında, zaman ve fiyata ilişkin yetkinin kullanılmasına ilişkin parametreler açıkça belirlenmiş değildir. Bu itibarla, doktrindeki eğilim, “zaman ve fiyat”a ilişkin takdir yetkisi verilmesinin sakıncaları nedeniyle yasaklanması yönündedir. STONEMAN, Tracy Pride / SCHULZ, Douglas J.: Brokerage Fraud: What Wall Street Doesn't Want You To Know, Dearborn Trade Publishing, 2002, United States of America, s.96.

<sup>121</sup> <http://www.stockarbitration.net/prohibited.htm>.

<sup>122</sup> <http://www.nasac.com/evaluate.htm>.

<sup>123</sup> Portföy yöneticiliği bu kapsamın dışında olup, Seri:V No:59 sayılı Tebliğin 12. maddesinin b bendi uyarınca, borsalarda işlem görmeyen ve rayiç değerinin üstündeki varlıkların portföye alınması ve bu portföyden bu değer altında varlık satılması için müşterinin yazılı direktifinin olması aranmaktadır.

<sup>124</sup> <http://www.investorclaims.com/html/brokermisconduct.html>.

ABD hukukunda, müşterinin brokerın verdiği yanıltıcı bilgi veya gizlediği bilgiye dayanarak işlem yapması, diğer bir deyişle, verilen yanıltıcı bilgi veya gizlenen bilgi ile müşteri tarafından gerçekleştirilen işlem arasında illiyet bağı olması gerekmektedir. Bu bağlamda, söz konusu bilgilerin de “müşterini tanı” kuralı çerçevesinde müşterinin anlayabileceği açıklıkta olması gerekmektedir<sup>125</sup>. Ayrıca müşterinin brokerın verdiği bilgiye dayanarak yatırım kararı aldığı için, broker tarafından bilinmesi veya bilinmesi gerekmesi aranmaktadır<sup>126</sup>. NASD 2210(d)(1)(A) ve NYSE 472.30 hükümlerinde de, broker tarafından belli bir işlemin önerilmesi halinde, işlemin türü (alım, satım, kısa pozisyon vb.), sermaye piyasası aracının türü, miktarı, geçerli fiyatı ve gerekli tüm önemli bilgilerin verilmesi gerektiği öngörülmektedir<sup>127</sup>.

Türk hukukunda, Seri:V No:46 sayılı Tebliğin 11. maddesinin (d) bendinde, aracı kuruluşların müşterileriyle olan ilişkilerinde müşteriyi ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları ile yükümlü oldukları hükme bağlanmıştır. Seri:V No:55 sayılı Tebliğin 11. maddesinin (a) bendinde de, yatırım danışmanlığına yetkili kurumların müşterilerine gerçek dışı, yanlış, yanıltıcı veya abartılmış bilgilere dayalı tavsiyelerde bulunulmaması gerektiği hükme bağlanmıştır. TSPAKB 14 nolu Meslek Kuralı da aynı yönde hüküm içermektedir.

#### **4- Aşırı Alım Satım İşlemi Yapma (Churning)**

Aşırı alım satım işlemi yapma, brokerın, üzerinde doğrudan ya da dolaylı etkiye sahip olduğu müşteri hesabında, komisyon gelirlerini artırmak amacıyla aşırı sıklıkta alım satım işlemi yapılmasıdır. Brokerın müşteri hesabına işlem yapması hususunda yetkilendirilmiş olması halinde doğrudan, müşteriyi işlem yapması hususunda etkilemesi halinde ise dolaylı etkiden söz edilir. Burada, brokerın, kendi menfaatlerini müşterisinin menfaatlerinin önüne geçirerek, müşterisinin mali kaynaklarına ve yatırım amaçlarına oranla aşırı sıklıkta işlem yapmasına neden olacak şekilde etkide bulunması söz konusudur. Nitekim, broker komisyon gelirlerini artırmak amacıyla hareket etmektedir<sup>128</sup>. Aşırı alım satım işlemi ile brokerın komisyon gelirleri artarken, hesabında aşırı derecede işlem gerçekleşen müşterinin ise, işlem maliyetleri artmaktadır. Aynı hisse senedinin alınıp satılması ve tekrar alınması veya portföyün tamamı veya bir kısmının -özellikle yeni alınmış hisse senetlerinin- satılarak farklı senetler alınması fiilleri, aşırı alım satımına örnek olarak gösterilebilir.

ABD hukukunda, bir fiilin, aşırı alım satım işlemi olup olmadığının değerlendirilmesinde üç önemli unsurdan hareket edilebilir. Bunlardan ilki, müşteri hesabındaki işlemlerin

---

<http://www.sec-nasd-law.com/misrepresentation.htm>.

<http://www.nasac.com/evaluate.htm>.

<sup>125</sup> <http://www.stockarbitration.net/prohibited.htm>.

<sup>126</sup> <http://www.nasac.com/evaluate.htm>.

<sup>127</sup> STONEMAN / SCHULZ, age., s.93.

<sup>128</sup> Bu menfaat çatışması brokerların işlem hacmine göre gelir elde ettiği durumlarda daha sık görülür. Brokerların daha çok komisyon elde etmek amacıyla müşterilerinin menfaatleri aleyhine davranabilecekleri, doktorların hastası için çok da gerekli olmayan ameliyatı tavsiyesine benzetilmektedir. STONEMAN / SCHULZ, age., s.67.

müşterinin yatırım amaçlarına göre aşırı derecede olması<sup>129</sup>, ikincisi, müşteri hesabında gerçekleştirilen işlemlerde kontrolün brokerda olması<sup>130</sup> ve sonuncusu da, brokerın hile kastiyle veya ihmali ile müşterinin menfaatleri aleyhine hareket etmesidir<sup>131</sup>.

Türk hukukunda, aşırı alım satım işlemi Seri:V No:46 sayılı Tebliğin 58 maddesinin (I) bendinde açıkça yasaklanmıştır. Buna göre, aracı kurum tarafından yatırımcıların hak ve yararlarını zedeleyici, iyi niyet kurallarına aykırı hareket edilmesi, müşterilerin piyasa hakkında bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yararlanıp bunların alım satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlamaları ve herhangi bir şekilde gelirlerini artırmak amacıyla müşterilerin gereksiz alım satım yapmalarına ortam hazırlamaları yasak kapsamında sayılmıştır. Seri:V No:59 sayılı Tebliğin 12. maddesinin (k) bendi de aynı amaca yönelik hüküm içermektedir. TSPAKB 15/c nolu Meslek Kuralı da üyelerin müşterilerinin piyasa hakkında bilgisizlik ve tecrübesizliğinden yararlanıp, alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlamalarını yasaklamıştır.

### **5- Güvene Dayalı Sorumluluğun İhlali (Breach of Fiduciary Duty)**

Brokerların yatırım alanındaki bilgi ve tecrübeleri, yatırımcıların onlara karşı güven duymalarına neden olmaktadır. Aracı kurumlar ve brokerlar da, kendilerine duyulan bu güven nedeniyle müşterileriyle ilişkilerinde iyi niyet çerçevesinde ve müşterilerin menfaatleri doğrultusunda hareket etmekle yükümlüdürler.

ABD hukukunda, brokerların, müşterilerine karşı "güvene dayalı sorumluluk" olarak adlandırılan böyle bir yükümlülüğünün bulunduğu, bir çok yargı kararında da kabul görmektedir. Buna göre, brokerlar ve aracı kurumlar, müşterilerin bu itimat ve güvenini kötüye kullanarak güven yükümlülüklerini ihlal etmeleri halinde sorumlu tutulabileceklerdir. Bazı yargı kararlarında, bu yükümlülüğün müşteri ile broker arasındaki ilişkinin doğası gereği mevcut olduğu kabul edilirken, diğer bir kısmında da bu güven ilişkisinin kurulduğunun ispatlanması gerektiği belirtilmektedir. Güven ilişkisinin kurulup kurulmadığının ispatlanması bakımından da, müşteri ile broker arasındaki ilişkinin derecesi ve brokerın müşteri hesabı üzerindeki etkinliği belirleyici rol oynayacaktır. Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission-SEC) da benzer bir görüşü benimseyerek; broker ile müşteri arasında güvene dayalı bir ilişkinin kurulması ve müşterinin önerileri doğrultusunda işlem yapması halinde brokerla müşteri arasında güven ilişkisinin kurulduğunu kabul etmektedir<sup>132</sup>.

Türk hukukunda, Seri:V No:46 sayılı Tebliğin 11. maddesinde bu kural genel olarak ortaya konulmuş; aracı kuruluşların sermaye faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında, işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri, bu doğrultuda gerekli önlemleri almaları,

<sup>129</sup> Bir hesapta aşırı derecede işlem yapılıp yapılmadığı, hesabın yıllık geliri ile komisyon giderleri için ödemesi gereken miktarın oranlaması gibi yöntemler kullanılarak tespit edilebilmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. STONEMAN / SCHULZ, age., s.100-105.

<sup>130</sup> Yatırımcı hesabında işlem yapmak için broker yetkilendirilmiş ise veya müşterinin her zaman brokerın tavsiyeleri üzerine işlem yaptığı durumlarda -müşterinin bilgi derecesi de göz önünde bulundurularak- kontrolün brokerda olduğu kabul edilir.

<sup>131</sup> <http://www.nasac.com/evaluate.htm>.

<sup>132</sup> <http://www.stockarbitration.net/prohibited.htm>.

müşterilerinin çıkarlarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek dürüst davranmaları, bu amaç doğrultusunda müşterileri ile olan ilişkilerinde çıkar çatışmalarını önlemeye çalışmaları ve buna uygun bir organizasyon oluşturmaları, doğrudan ve dolaylı olarak kendileri ile müşterileri arasında bir çıkar çatışması olduğunda, öncelikle müşterilerinin menfaatini gözetmeleri gerektiği hükme bağlanmıştır. Aynı Tebliğin 45. maddesi, Seri:V No:59 sayılı Tebliğin 12. maddesinin d, e ve i bentleri ile Seri:V No:55 sayılı Tebliğin 11. maddesinin (e) bendi ile 15. maddesi ve ayrıca TSPAKB 16 ve 23 nolu Meslek Kuralları da aynı amaca yönelik hükümler içermektedir.

## **6- Aracı Kurum Dışında İşlem Yapma (Selling Away)**

Aracı kurum dışında işlem yapma, brokerın lisanslı/kayıtlı olarak çalıştığı aracı kurum dışında sermaye piyasası aracı satmasıdır<sup>133</sup>. ABD'de çok yaygın olan bu fiil genellikle, brokerın lisanslı/kayıtlı olarak çalıştığı aracı kurumu devre dışı bırakarak, müşterisine, menfaat ilişkisi içerisinde bulunduğu bir şirkete ait hisse senetlerini<sup>134</sup> almasını tavsiye etmesi ve bunun sonucunda söz konusu hisse senetlerinin bedelinin doğrudan şirkete -hisse senetleri satın alınan şirket lehine çek keşide edilmesi suretiyle- ödenmesi yoluyla gerçekleşmektedir.

ABD hukukunda, NASD 3040 nolu kural, brokerların, aracı kurum dışında sermaye piyasası işlemleri yapmasını yasaklamamakta ancak, aracı kurumun yazılı iznini aramaktadır. NASD 3030 nolu kuralı uyarınca da, bir borsa üyesi çalışanının, çalıştığı üye şirket dışında, üyeden izin almadan para karşılığı çalışması yasaklanmıştır. NYSE de paralel bir düzenleme getirmiş ve buna ek olarak söz konusu durum hakkında Borsaya yazılı bilgi verilmesi şartını aramıştır<sup>135</sup>.

Türk hukukunda ise, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği'nin 4. maddesi ile, hisse senetleri piyasasında borsa üyesi olan banka ve aracı kurumların işlem yapabileceği belirtilmiş olup, borsa üyeleri dışında işlem yapılması mümkün değildir.

## **7. Aşırı Yoğunlaşma (Overconcentration)**

Yatırımlarda en önemli kural, riskin dağılımı ilkesidir. Zira tek bir sermaye piyasası aracına veya aynı türden yatırım aracına yatırım yapılması halinde zarar riski oldukça yükselmektedir<sup>136</sup>. Aşırı yoğunlaşma, müşterinin portföyünde belli bir sermaye piyasası aracı veya endeks üzerinde aşırı yoğunlaşma veya riskin dağıtılma esasına uyulmaması durumunda söz konusu olur.

Bu durum, gerek ABD gerek Türk hukukunda mesleki özen ve titizlik ilkelerine aykırılık teşkil etmektedir.

<sup>133</sup> <http://www.stockarbitration.net/prohibited.htm>, STONEMAN / SCHULZ, age., s.113.

<sup>134</sup> Selling away işlemine konu olan hisse senedi, borsaya kote olmamış dahi olabilir.

<sup>135</sup> STONEMAN / SCHULZ, age., s.114.

<sup>136</sup> <http://www.investorclaims.com/html/brokermisconduct.html>.  
<http://www.sec-nasd-law.com/misrepresentation.htm>.

## 8- Söz/Garanti Verme (Promises and Guarantees)

Belirli bir sermaye piyasası aracına veya hesaba ilişkin kar elde edileceği veya zarar edilmeyeceği gibi hususlarda garanti verilmesi hukuka aykırıdır. Uygulamada aracı kurum çalışanları tarafından, kendisine biraz daha süre verilmesi halinde maruz kalınan zararın telafi edileceği veya belli bir hisse senedine yatırım yapılması halinde hiçbir şekilde zarara uğranmayacağına ilişkin olarak verilen sözler, bu kuralın ihlaline verilebilecek örneklerdendir<sup>137</sup>.

ABD hukukunda, NYSE 352 (b) ve NASD 2330 (e) nolu kuralları ile, borsa üyesi ve çalışanları tarafından, müşterilere bir sermaye piyasası aracına ilişkin yapılacak bir işleme veya bir hesaba ilişkin olarak zarar edilmeyeceğine dair garanti verilmesi yasaklanmıştır.

Türk hukukunda, Seri:V No:46 sayılı Tebliğin 58 maddesinin (d) bendinde, aracı kurumların mevzuatın imkan verdiği haller hariç olmak üzere sermaye piyasası araçlarının, belli bir getiri sağlayacağı yönünde herhangi bir yazılı veya sözlü taahhütte bulunamayacakları öngörülmüştür. Seri:V No:59 sayılı Tebliğin 12. maddesinin (h) bendi ile Seri:V No:55 sayılı Tebliğin 11. maddesinin (d) bendi ve TSPAKB 14 nolu Meslek Kuralı da aynı yönde hükümler içermektedir.

## 9- Kar - Zarar Paylaşımı (Sharing in Profits and Losses)

Kar-zarar paylaşımı, brokerın müşterisi ile, müşteri hesabında doğacak kar/zararın paylaşılması konusunda anlaşma yapmasıdır.

ABD hukukunda, NASD 2330 (f)(2) nolu kuralı, üye veya çalışanının müşterinin hesabına ilişkin doğrudan veya dolaylı olarak kar veya zararı paylaşmasını, NYSE 352 (c) nolu kuralı da üyelerin doğrudan veya dolaylı olarak bir hesaba veya bir işleme ilişkin karı veya zararı paylaşmasını veya paylaşmaya ilişkin anlaşma yapılmasını yasaklamaktadır<sup>138</sup>.

Türk hukukunda, TSPAKB 25 nolu Meslek Kuralında, üye çalışanlarının müşterilerle borç-alacak, kefalet ve müşterek hesap açtırmak gibi etik ilkelerle bağdaşmayan ilişkilere girmesi açıkça yasaklanmıştır. Seri:V No:59 sayılı Tebliğin 12. maddesinin (l) bendinde de, portföy yöneticiliğine yetkili kurumun, yatırımcılarını oluşturulmuş bir portföye iştirak ettirmesi yasaklanmıştır.

## 10- Büyük Miktarlı Müşteri Emrine Dayanarak İşlem Yapma (Frontrunning)

Büyük miktarlı müşteri emrine dayanarak işlem yapma; fiyata etki gücü olan ve kamuya açıklanmamış büyük miktarlı bir müşteri emrine dayanılarak, müşteriden önce işlem yapılmasıdır. Bilgi, doğrudan aracı kurum veya müşteri tarafından gerçekleştirilecek büyük miktarlı bir işleme dair olabileceği gibi aracı kurumun açıklayacağı bir araştırma raporuna

<sup>137</sup> STONEMAN / SCHULZ, age., s.119.

<sup>138</sup> Benzer şekilde, komisyon oranının, işlemler tamamlandıktan sonra elde edilecek kara/kazanca göre belirlenmesi veya komisyon oranında indirim yapılması şeklinde gerçekleştirilecek komisyon paylaşımı da NYSE 353(a) nolu kural ile yasaklanmıştır. STONEMAN / SCHULZ, age., s.120. TSPAKB 19/f nolu Meslek Kuralı da, üyelerin sundukları hizmetler ile ilgili olarak müşterilerinden düzenlemelerde yer alan oran ve tutarların altında komisyon, ücret ve masraf alamayacaklarını ya da bu sonucu dolaylı olarak doğuracak şekilde işlemlerde bulunamayacaklarını öngörmüştür.

ilişkin de olabilir<sup>139</sup>. Frontrunning fiilinin ABD ve Türk sermaye piyasası mevzuatları çerçevesinde değerlendirilmesi çalışmanın 3. bölümünde yer almaktadır.

### **11- Toplu İletilen Emirlerin Hileli Dağıtımı (Bunching)**

Toplu iletilen emirlerin hileli dağıtımı; brokerın müşterilerinin ayrı emirlerini toplulaştırılarak bir bütün olarak sisteme iletilmesi halinde, gerçekleşen emirlerin emri veren müşterilerin hesaplarına kaydedilmesi gerekirken, dağıtımın fiyat hareketlerine göre yapılmasıdır. Örneğin, broker tarafından ayrı ayrı müşterilerinden aldığı toplam 10.000 adet X hisse senedi alım emrinin sisteme iletilmesi üzerine, işlemin 5.000 adet için 5 \$'dan, 5.000 adet için 5,5 \$'dan gerçekleşmesi ve henüz müşteri hesaplarına dağıtım yapılmadan hisse senedinin fiyatının 8 \$'a yükselmesi halinde, brokerın hisse senetlerini emri veren müşteri hesaplarına dağıtmayarak, fiyat hareketinden yararlanarak menfaat elde etmesi toplu iletilen emirlerin hileli dağıtımıdır. Bu durumda, broker tüm hisse senetlerini kendi hesabına aktararak veya 5 \$'dan alınan hisse senetlerini kendi hesabına, 5,5 \$'dan alınan hisse senetlerini de hatırlı (iyi komisyon aldığı) müşterileri hesabına aktararak menfaat elde etmektedir.

Bu durum gerek ABD gerek Türk hukukunda iyiniyet, mesleki özen, titizlik ve mesleki ahlak ilkeleri ile bağdaşmamaktadır.

---

<sup>139</sup> STONEMAN / SCHULZ, age., s.121, <http://www.stockarbitration.net/prohibited.htm>, <http://www.nasac.com/evaluate.htm>.