

FİNANSAL PİYASALARDA MANİPÜLASYON VE DENETİM

18.03.2021

Dr. Emre ŞENEL

Teftiş Kurulu Direktörü



TEB INVESTMENT
BNP PARIBAS JOINT VENTURE



Istanbul Bilgi Üniversitesi
FİNANSAL UYGULAMA
VE ARAŞTIRMA
MERKEZİ



Istanbul
Bilgi Üniversitesi

The bank for a changing world

Manipülasyon (Piyasa Dolandırıcılığı) Nedir?

- Sermaye piyasası hukukunda manipülasyon, "*sermaye piyasası araçlarının fiyatının yapay olarak etki ve kontrol altına alınmasına yönelik fiiller*" şeklinde tanımlanmaktadır.
- Manipülasyon piyasa bozucu eylemlerden yalnızca birisi olup piyasa bozucu eylemlerin en önemlilerinden birisidir. (Bknz. Piyasa Bozucu Eylemler Tebliğ - Seri: VI-104.1)
- Manipülasyon'un birçok farklı tanımı olmakla birlikte en doğru şekilde manipülatif eylemler ve deneyimler üzerinden tanımlanmaktadır.



- Manipülasyon'un daha sık ve kolay görüldüğü piyasaların genel özellikleri;
 - i. Finansal derinlikten yoksun (Derinlik),
 - ii. Arz ve talebin sınırlı olduğu (Likidite),
 - iii. Piyasa yatırımcılarının eksik bilgi sahibi olduğu (Asimetrik Enformasyon) piyasalardır.

- Manipülasyon özellikle arz ve talebin serbest bir şekilde oluşmasını engellemeye yöneliktir. Normal piyasa şartlarında, arz ve talebe göre belirlenen sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yapay yollarla yükseltilmesi, düşürülmesi veya belli seviyede tutulmasına yönelik tüm faaliyetler manipülasyon tanımı içerisinde yer almaktadır.

- Bu tanımlara göre (1) arz ve talebin serbest bir şekilde etkileşimini engelleyerek fiyat mekanizmalarına müdahalede bulunmak, (2) insanları kandırarak bir menkul kıymette işlem yapmaya sevk etmek, (3) menkul kıymet fiyatını yapay bir seviyede tutmak, maksadıyla tasarlanan eylemler manipülatif olarak kabul edilmektedir.

Manipülasyon ile Spekülasyon Arasındaki Fark

- **Spekülasyon;** kişisel öngörülerini dayanarak fiyatında yükselme beklenen iktisadi varlığı satın alarak veya fiyatında düşme bekleneni satarak aradaki fiyat farklılıklarından kar elde etme etkinliği olarak tarif edilir. Buradaki fiyat herhangi bir malın fiyatı olabileceği gibi bir menkul kıymetin fiyatı da olabilir.
- Spekülatörler menkul kıymet piyasalarında işlem hacminin artmasına dolayısıyla piyasaların gelişimine önemli katkıda bulunurlar. Diğer taraftan spekülatörler risk almak isteyen diğer piyasa katılımcılarının riskten korunmasını sağlar. Öyle ki spekülatörler bir malı ucuz ve bol olduğu dönemde satın alıp pahalı olduğu zamanda satmak suretiyle malın kıt olduğu dönemde aşırı pahalı olmasına engel olurlar.
- Özetle, manipülatör bizzat yapay işlemlerle menkul kıymetin fiyatını kendisi tayin ederken, spekülatör gelişen piyasa koşullarını değerlendirerek iradesi dışında oluşan fiyat hareketlerinden istifade eder.



Manipülasyon Türleri

■ Manipülasyon türleri;

- i. İşlem bazlı (Trade-based),
- ii. Bilgi bazlı (Information-based) ve
- iii. Hareket bazlı (Action-based) olarak sıralanabilir.

■ **İşlem Bazlı Manipülasyon (Trade Based):** İşlem bazlı manipülasyon bir menkul kıymetin sadece alım-satım işlemleri sonucunda fiyatında fiktif değişiklikler oluşturarak piyasayı yanıltma sürecidir. Bu türdeki manipülasyonlarda diğerlerinden farklı olarak, hisse senedine ilişkin bilgilerin kamuya açıklanma ve yayınlanmasında eksik, yanlış bilgi açıklamalarına dayanılmaksızın, sadece alım-satım işlemleri ile piyasayı yanıltma amaçlı faaliyetlerde bulunmaktadır.

■ İşlem bazlı manipülasyonlarla;

- i. Piyasanın yükselişe geçeceği izlenimiyle fiyatların yükseleceği bir ortam hazırlamak,
- ii. Piyasada düşük fiyat izlenimi uyandırmak adına düşük fiyattan hisse senetlerini toplamak,
- iii. Fiyatların artmasını ya da düşmesini engellemek için gerçek değeri sağlayıcı işlemlerle hisse senedi fiyatları belirli bir düzeyde tutmak.



Manipülasyon Türleri

- **Bilgi Bazlı Manipülasyon (Information Based):** Bilgi bazlı manipülasyon piyasadaki arz-talep dengesini istenilen noktaya getirebilmek için yatırımcılara yanlış ve yanıltıcı bilgiler vermek ya da şirketle ilgili olarak gerçek olmayan bir takım söylentiler çıkarmak gibi faaliyetleri içeren manipülasyon türüdür.
- Bilgi bazlı manipülasyonların; bilgi akışının şeffaf ve adil olarak sağlanamadığı, asimetrik bilgi dağılımının var olduğu piyasalarda görülme olasılığı daha yüksektir.
- Bilgi bazlı manipülasyonlarla günümüz internet ortamında özellikle sosyal medya aracılığıyla ortaya atılan yanıltıcı bir bilgi, piyasalarda yanlış bir algıya sebep olabilmektedir.



Manipülasyon Türleri

- **Hareket Bazlı Manipülasyon (Action Based)**: Bir menkul kıymetin piyasada alım satıma konu olan kısmının önemli bir bölümünü ele geçirmeyi ya da şirket çalışanlarının elinde bulundurdukları şirket hisselerini kendi çıkarları için kullanmalarını ve bazı durumlarda aracı kurumların müşteri emirlerini gerçekleştirmemelerini hareket bazlı manipülasyona örnek olarak gösterebiliriz.
- Harekete dayalı manipülasyonlar şirket bilançolarını süslemek ve daha az vergi vermek amaçlı olabileceğinden hisse senedi fiyatları ile şirketin piyasa değeri sürekli olarak değiştirilir.
- Hareket bazlı manipülasyonlara şirket ortaklarının gerçekleştirdikleri bir eylem sonucunda piyasaya paralel açığa satış yapması ardından eylemlerini tersine çevirdikten sonra da ters yönde işlem yaparak kazanç elde etmesi örnek gösterilebilir.



Manipülasyon Nedenleri

- Manipülasyona başvurma nedenleri; menkul kıymetin fiyatının yükselmesini sağlamak (fiyatları yükseltici alım-satım işlemleri yapmak), menkul kıymet fiyatlarının belirli bir düzeyde, istikrar ve sürekliliğini sağlamak ve menkul kıymet fiyatlarının düşmesini sağlamak (açığa satış işlemleriyle kazanç sağlama beklentisi) olarak sıralanabilir.
- Manipülasyonların nedenleri ise aşağıdaki gibi ifade edilebilir;
 - i. Yatırımcı kitlesinin eğitim düzeyinin yeterli olmaması ve bireysel katılımcı kitlesinin ağırlıklı olması,
 - ii. Menkul kıymet piyasalarında aracı kurumların yetersizliği ve mesleki geleneğin oluşmaması,
 - iii. Komisyon ve kredi piyasasında rekabet düzeyinin oldukça fazla olması,
 - iv. Hisse senedi fiyatlarının şirketlerin potansiyelini tam olarak yansıtıyor olmaması,
 - v. Manipülasyon davalarında manipülatörlerin caydıracak düzenleme ve kanunların yeterli düzeyde olmayışı.



Manipülasyon ve Denetim

- Menkul kıymet piyasalarında çok farklı şekillerde manipülatif hareketlere rastlanılmaktadır. Denetim mekanizmalarının (Denetçi, Müfettiş vd.) kullanılan her yöntemi kendi olaylar bütününde değerlendirip manipülasyon olup olmadığına karar vermesi gerekmektedir.
- Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) manipülatörler tarafından kullanılan metotları sınıflamış olup IOSCO ile bağlantılı olarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından denetimlerde tespit edilen ve uluslararası uygulamalarda da kabul edilen yöntemler şu şekildedir;
 - i. Mülkiyette (hisse sahipliğinde) değişiklik yaratmayan işlemler, (Kurgulu Emirler ve Kendinden kendine emirler)
 - ii. Fiyat adımlarını yükselterek seri halde yapılan tek lotluk işlemler, (Seri halde 1 lotluk emirler)
 - iii. Menkul kıymette yoğunlaşma, (İşlem hacminde yoğunlaşma – Bkz. Keriz silkeleme)
 - iv. Arzı kısıtlama, (Açığa satış yapanları köşeye sıkıştırma)
 - v. Menkul kıymetin piyasasına istikrar kazandırma, (Hızlı düşüşleri önlemek amacıyla getirilen önlemler, Bknz. Halka arzlar)
 - vi. Seans açılışını ve seans kapanışını belirleme, (Açılış ve kapanışta yüksek fiyatlı emir gönderilir)
 - vii. Pay depolama (Parking)
 - viii. Açığa satış işlemleri (Açığa satışlar tebliğe uygun yapıldığı sürece manipülasyon suçu değildir.)



Tespit Edilmesi Halinde Manipülasyon Suçunun Cezası

- Sermaye piyasasında piyasa dolandırıcılığı (manipülasyon), 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn) 107 nci maddesinin birinci ve ikinci fıkrasında birer suç tipi olarak düzenlenmiştir.
 - i. İşlem Bazlı Piyasa Dolandırıcılığı (6362 sayılı SPKn md. 107/1)
 - ii. Bilgi Bazlı Piyasa Dolandırıcılığı (6362 sayılı SPKn md. 107/2)
- 6362 sayılı SPKn'nun 107 nci maddesinin üçüncü fıkrası gereğince, *"6362 sayılı SPKn'nun 107 nci maddesinin birinci fıkrasında belirtilen suçu işleyen kişi pişmanlık göstererek, beş yüz bin Türk Lirasından az olmamak üzere, elde ettiği veya elde edilmesine sebep olduğu menfaatin iki katı miktarı kadar parayı, Hazineye; soruşturma başlamadan önce ödemesi durumunda hakkında ceza hükmolünmaması, soruşturma evresinde ödemesi durumunda verilecek cezanın yarı oranda indirilmesi ve kovuşturma evresinde hüküm verilinceye kadar ödemesi durumunda verilecek cezada üçte bir oranında indirimine gidilmesi"* hükme bağlanmıştır.
- 6362 sayılı SPKn'nun 107 nci maddesinin ikinci fıkrasında (107/2), ise *"sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi veren, söylenti çıkaran, haber veren, yorum yapan veya rapor hazırlayan ya da bunları yayan ve bu suretle menfaat sağlayan"* kişilerin 3 yıldan 5 yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adlî para cezası ile cezalandırılacağı hükme bağlanmıştır.



Dünyadan Manipülasyon Örnekleri

- Osmanlı borsası döneminde İstanbul'dan Güney Afrika'ya giden bir banka müdürünün telgrafla altın madeni bulduğu ve bunu işletmek için İstanbul'da şirket kurduğu yönünde gerçekdışı haber yayarak piyasayı yanıltması ve yüksek miktarda menfaat temin etmesi o dönemlerde gerçekleşen bilgi bazlı manipülasyon örneklerindedir.
- Amerika Sermaye Piyasası Kurulu'nun 1987 ve 1997 yılları arasında bilgi bazlı manipülasyon örneği olarak aldatıcı mali tablo hazırlamak nedeniyle haklarında işlem yaptığı yaklaşık 300 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerden bazıları Lucent, Xerox, Rite Aid, Waste Management, MicroStrategy, KnowledgeWare, Raytheon, Enron ve Sunbeam gibi şirketlerdir.
- Son yıllarda ise BİST nezdinde özellikle sosyal medya aracılığıyla işlem bazlı manipülasyon örnekleri sıkça görülmektedir. Bu türde işlem yapan bazı ünlü manipülatörler: (Mecnur Çolak, Hasan Meşe, Harun Kahraman, Önder Tavukçuoğlu vd.)



Sonuç ve Deęerlendirme

- Sermaye piyasasında gerçekleştirilen manipölasyon amaçlı hareketler, ölke ekonomisini, kişileri ve diğer kuruluşları büyük zararlara uğratabilmektedir.
- Manipölasyon menkul kıymet piyasalarının önemli işlevi olan fon sağlama ve likidite fonksiyonlarını önemli ölçüde zayıflatmakta, sermaye piyasalarında arz ve talebin gerçek fiyata göre oluşmasını engellemektedir.
- Bu suçların etkin olarak önlenmesi noktasında atılacak en önemli adımlardan biri ihtisas mahkemelerinin kurularak alanında uzmanlaşmış yargılama makamları oluşturulmasıdır.





TEŐEKKÜRLER

EMRE ŞENEL

emre.senel@tebyatirim.com.tr

emresenel@gmail.com



BNP PARIBAS

The bank for a changing world