



## PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASINDA KAMUYU AYDINLATMA

*(The Public Disclosure on Equity Crowdfunding)*

Dr. Öğr. Üyesi Abdülhamid Oğuzhan HACİÖMEROĞLU<sup>1</sup>

### ÖZ

Kitle fonlaması, çok sayıda yatırımcıdan küçük miktarlarla para toplamak için internetin kullanıldığı bir yöntemdir. Genellikle sermaye temin ederken büyük zorluklarla karşılaşan küçük girişimciler, dünyada internet erişimiyle yatırım yapacağı parası olan herkese kitle fonlaması yöntemiyle ulaşabilirler. Kitle fonlaması platformları, bu amacı sağlamak için bağışlama veya ödül gibi yöntemleri veya paya dayalı kitle fonlaması modellerini kullanabilmektedir.

Sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanmasında, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve durumların kamuya açıklanması önem arz eder. Bu önemi sebebiyle kamuyu aydınlatma ilkesi, Türk sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmiştir. Bu çalışmada, paya dayalı kitle fonlamasıyla fon toplayan şirketlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, kapsam, içerik ve sorumluluk yönlerinden incelenecektir.

**Anahtar Kelimeler:** Kitle fonlaması, Paya dayalı kitle fonlaması, Kamuyu aydınlatma, Hukuki sorumluluk.

### ABSTRACT

Crowdfunding is a way to use the Internet to raise money through small amounts from a large number of investors. Through crowdfunding, smaller entrepreneurs, who generally have had great difficulty obtaining capital, have access to anyone in the world with Internet access, and money to invest. Crowdfunding platforms can use different models of crowdfunding from donation or award based to equity.

The disclosure of information, events and situations which may affect the value of the securities or the investment decisions of investors to public, is important to assure the operation of capital markets in a reliable, transparent, efficient, stabilized, fair and competitive atmosphere. Because of it's importance, the public disclosure principle is regulated in the Turkish Capital Market Law. In this article equity crowdfunding and

1 Dr. Öğr. Üyesi Abdülhamid Oğuzhan HACİÖMEROĞLU, Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi, oguhaciomeroglu@gmail.com, ORCID: 0000-0002-1838-4116, Tel: 0-532-484 14 52

the disclosure to public of information on equity crowdfunding will be examined in terms of scope, content and responsibility.

**Keywords:** Crowdfunding, Equity crowdfunding, the public disclosure, Legal responsibility.

## GİRİŞ

Modern hayatın getirdiği ve hızla gelişen teknoloji ve iletişim araçları, dünyanın küçülmesine olanak tanırken bir kıtada yaşanan bir ekonomik krizin dalgalar halinde tüm dünyaya yayılmasına da aracılık etmiştir. Özellikle 2008 krizinin etkisiyle orta ve küçük ölçekli şirketlerle yeni kurulan şirketlerin banka kredisi ve sermaye piyasası payı bir hayli azalmıştır. Bu sebeple ekonomik krizlerin etkileri dünyanın dört bir yanında girişimcileri etkilemekte ve onları fon toplamak için yeni yollar aramaya itmektedir. Bu yollardan biri de kitle fonlamasıdır. Kitle fonlaması yöntemi teminatsız banka kredilerine alternatif bir yöntem olarak karşımıza çıkar. Kitle fonlaması yöntemiyle girişimciler, projelerine geniş kitlelerden fon sağlamaktadır. Kitle fonlaması, belirli bir proje için finansman ihtiyacı olanlara, internet üzerinden ve doğrudan para verilmesiyle gerçekleşen bir finansman yöntemidir. Kitle fonlamasında internet yoluyla sınırları belirsiz büyük bir kitleden küçük oranlarla kaynak sağlandığı için diğer finansman yöntemlerinden farklılık göstermektedir. Yatırımcılar açısından ise projeye karşılıksız, manevi haz bekleyerek, bir getiri karşılığında veya getiri beklentisi olmaksızın iade edilmek üzere yahut şirket ortağı olmak üzere yatırım yapılmaktadır.

Sermaye piyasası mevzuatının esaslı ilkelerinden biri olan kamuyu aydınlatma ilkesi ise sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesini amaçlar. Bu ilke yatırımcıların doğru, açık ve anlaşılabilir bir bilgiye ulaşarak yatırım kararı vermeleri sağlar. Kitle fonlaması finansman yönteminde de sayısı belirsiz bir yatırımcı kitlesi bulunduğundan yatırımcıların korunması önem arz eder.

Kitle fonlaması yöntemleri bağışlama, ödül, ön satış, borçlanma modelleri ile sermaye yatırımı modelinden oluşur. Çalışmamızda 3 Ekim 2019 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren (III – 35/A.1) numaralı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği açısından sermaye yatırımı veya diğer bir deyişle paya dayalı kitle fonlaması modeli ele alınarak; bu kitle fonlaması modelinde kamuyu aydınlatma yükümlülüğü incelenmeye çalışılacaktır.



Çalışmamız kapsamında kamuyu aydınlatma ve kitle fonlaması kavramları açıklanarak kamuyu aydınlatma ilkesinin tanımı, amacı ve Türk Ticaret Kanunu kapsamında pay sahibinin bilgi alma hakkıyla ilişkisine değinildikten sonra kitle fonlamasının tanımı ve modelleri incelenecektir. Buna müteakip kamuyu aydınlatma yükümlüleri ve bu yükümlülüğün muhatapları belirlenerek; kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kapsamında açıklanacak bilgiler ile bu açıklamaların şekli ve süresi izah edilecektir. Nihayetinde ise kamuyu aydınlatma yükümlülüğünde sorumluluğun pozitif hukukta nasıl düzenlendiği konusu ele alınacaktır.

## I. KAMUYU AYDINLATMA VE KİTLE FONLAMASI KAVRAMLARI

### A. Kamuyu Aydınlatma İlkesi

#### 1. Genel Olarak

Sermaye Piyasası Kanunu'nun<sup>2</sup> 1. maddesine göre, bu Kanunun amacı; *"sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir"*. Sermaye piyasasında yatırımcıların yatırımda bulunmayı düşündükleri şirketlerin gerçek ekonomik durumu hakkında yeterli ve doğru bilgi edinmeleri ve bu bilgilere dayanarak risk-getiri değerlendirmelerini kendilerinin yapmaları esastır. Bu sebeple, düzenleyici otoritelerin temel görevi, genel olarak kamunun aydınlatılmasını sağlamak çerçevesinde kalmaktadır. Kamuyu aydınlatma sağlanarak, risk-getiri değerlendirilmesinin ve yatırım kararının piyasaya ve yatırımcıya bırakılması, kamunun bu süreçteki rolünü olması gereken bir konuma çekecektir. Aynı zamanda kamuyu aydınlatma ile piyasada çok zengin bir risk-getiri bileşiminde çeşitli araç yelpazesinin meydana gelmesine, doğru yatırım kararları verilmesinde rol oynayan derecelendirme ve danışmanlık kurumları doğacaktır. Bununla birlikte yatırım riskini azaltma ve ölçek ekonomilerden faydalanma anlamında kolektif yatırım ihtiyacının ve bilincinin gelişmesi ve kamuya yeterli ve doğru aydınlatma kaydıyla, riskli olmakla beraber iyi getiri vaat eden yatırımlar için piyasadaki fon sağlanabilmesi imkânı söz konusu olacaktır<sup>3</sup>.

Sermaye piyasasının temel fonksiyonu, fon arz edenler ile fon talep edenleri bir araya getirmek, böylece taleplerin karşılanmasını

2 30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı kanun.

3 İHTİYAR, Mustafa (2006), *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, Beta Yayınları, İstanbul, s. 92, 93.

sağlamaktır<sup>4</sup>. Yatırımcının, tasarrufunu menkul kıymetlere yatırarak ihraç edicilere fon sağlayabilmesi ve bunun süreklilik arz edebilmesi, onun bilgi sahibi olmasına ve aldatılmaktan korunmasına, dolayısıyla da sermaye piyasasına güven duymasına bağlıdır. Bu da ancak bu piyasaya ilişkin konuların düzenlenmesi ve denetiminin gerçekleştirilmesi ile mümkündür. Bu çerçevede kamunun aydınlatılması, özel bir önem arz eder<sup>5</sup>. Bu öneme binaen de Sermaye Piyasası Kanunu'nda, kamunun aydınlatılması konusunda çeşitli hükümlere yer verilmiştir. Bu hükümler, sermaye piyasasında yeterince bilgi edinmenin sağlanmasına matuftur.

## 2. İlkenin Amacı

Kamuyu aydınlatma ilkesi sermaye piyasası ile ilgili kişilerin, özellikle de yatırımcıların doğru karar verebilmeleri için gerekli olan bilgilerin devamlı olarak açıklanmasını amaçlar<sup>6</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesinin amacı işletmenin ve şirketin iktisadî ve malî durumu ile şirkette iç içe geçmiş olan menfaat ilişkileri hakkında gerçek, tam, açık ve yeterli bilgi sahibi olmaları suretiyle ilgililerin korunmalarının, işletme ve şirket hakkında sağlıklı bir yargıya varmalarının, dolayısıyla haklarını bilinçli olarak kullanmalarının sağlanmasıdır. Ayrıca ilgililerin, kamunun aydınlatılmasından dolayı hem ihraççılara ve hem de menkul kıymetlere ilişkin olarak sunulan bilgiler sayesinde, gerek birinci ve gerekse ikinci el piyasalarda ihraççılar arasında bir mukayese yapma imkânuna sahip olması, böylece yatırım kararlarını yönlendirebilmesi, bu ilkenin başka bir amacıdır<sup>7</sup>.

Bununla birlikte, kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımcının yatırım ile ilgili riskini tamamen ortadan kaldırmak amacı gütmemektedir. Yatırımcılar, kamuyu aydınlatma ilkesi uyarınca kendilerine sunulan bilgileri tahlil ederler ve buna göre yatırımlarını gerçekleştirirler<sup>8</sup>. Yani,

4 ÜNAL, Oğuz Kürşat (2005), **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, Asil Yayın, Ankara, s. 8-10.

5 ÜNAL, **Piyasa**, s. 386; KARA, M. Sencer (2015), 'Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk', **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 23, S. 2, s. 133.

6 ÜNAL, Oğuz Kürşat (1999), **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, s. 129; MANAVGAT, Çağlar (2016), **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 188.

7 ÜNAL, **Ortaklıklar**, s. 127-128; ÜNAL, **Piyasa**, s. 367; KESKİN, Mustafa (2018), **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü**, On iki Levha Yayınları, s. 34.

8 KAYA, Arslan (2001), **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, s. 20; AKBULAK, Sevinç/AKBULAK, Yavuz (2004), **Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, Beta Yayınevi, İstanbul, s. 16; YANLI, Veliye (2005), **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, Beta Yayınları, İstanbul, s. 105-106; KESKİN, Mustafa (2018), **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü**, On iki Levha Yayınları, İstanbul, s. 34.



nihayetinde yatırımcılar, yatırım kararını alırken bilinçlidir ve bunun sonucuna katlanırlar.

### 3. Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı ile İlişkisi

Kamuyu aydınlatma ilkesi ile pay sahibinin bilgi alma ve inceleme hakkı arasında bağlantı bulunmakla birlikte iki kavram bazı temel noktalarda birbirinden ayrılmaktadır<sup>9</sup>. Bu kavramların ikisi de esasında ilgilileri bilgilendirerek haklarını bilinçli bir şekilde kullanmalarını amaçlar. Fakat bilgi alma hakkının pay sahibine bir pay sahipliği hakkı olarak tanınması, şirketin kamuyu aydınlatma ilkesine uyarak pay sahiplerinin bilgi edinmelerini sağlamalarından daha öznel bir anlam taşır<sup>10</sup>. Yine, pay sahipliği haklarından biri olarak bilgi alma ve inceleme hakkı, pay sahibi olma sıfatına bağlı olarak tanınan bireysel bir haktır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi ise, pay sahiplerinin yanında, müstakbel pay sahipleri yani yatırımcıları, şirket alacaklılarını, işçileri hatta devleti bilgilendirmeyi kapsamaktadır<sup>11</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesiyle bilgi alma hakkı arasındaki diğer bir farklılık, korunması amaçlanan menfaatle ilgilidir. Kamuyu aydınlatma ilkesinde, sermaye piyasasındaki ilgililerin tamamının bilgilendirilmesi sağlanarak sermaye piyasasının açık, doğru ve dürüst bir biçimde işlemesi amaçlanır. Ancak bilgi alma hakkında hedef, öncelikle pay sahibinin bilgilendirilmesinin ve haklarını bilinçli bir şekilde kullanmasının sağlanmasıdır<sup>12</sup>. Diğer taraftan bilgi alma hakkı, pay sahibinin bizzat soru sormasına dayanan aktif bir hakkıdır. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde verilen bilgiler ise genel olarak pasif niteliktedir. Bu sebeple kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde ilgililerin soru sorarak bilgi edinme imkânı yoktur<sup>13</sup>. Fakat 09.10.2003 tarihinde kabul edilen 4982 sayılı Bilgi Edinme Hakkı Kanunu ile sermaye piyasasında ilgililere, bağlantılı kamu kurumlarına soru sormak ve bilgi almak hakkı tanınmıştır. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde elde edilen bilgiler, bu açıdan kısmen aktif niteliğe kavuşmuştur<sup>14</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesinin uygulanması açısından Sermaye Piyasası Kanunu'nun 14. ve

9 KAYA, kamuyu aydınlatma ilkesi ile bilgi alma hakkının ortak noktalarından ziyade farklılıklarının bulunduğunu savunmaktadır, KAYA, s. 32;

10 CEYLAN, Çiğdem (2019), **Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, s. 11.

11 KAYA, s. 29; İHTİYAR, s. 104.

12 KARASU, Rauf (2005), 'Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı', **BATİDER**, C. XXIII, S. 2, s. 100.

13 İhtiyar, kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında muhatapların soru sorarak bilgi isteme hakkı bulunmadığını kabul etmekle birlikte, bu durum nedeniyle ilkenin statik olarak nitelendirilmesinin de mümkün olmadığını ifade etmektedir, (İHTİYAR, s. 105).

14 YANLI, s. 97.

devamı maddelerine dayanılarak çıkarılan tebliğler ile çeşitli standartlar belirlenmiştir<sup>15</sup>. Bununla birlikte Türk Ticaret Kanunu'nun 1524. maddesi hükmü şirketlere, internet sitesi aracılığıyla kamuya bilgi sağlamak için bazı yükümlülükler getirmiştir. Pay sahibinin bu yolla bir konuda bilgi sahibi olması durumunda ise aynı konuya ilişkin genel kurulda tekrar bilgi alma hakkını kullanamayacağına Türk Medeni Kanunu'nun 2. maddesi kapsamında dürüstlük kuralı uyarınca kabulü gerekir<sup>16</sup>. Fakat Türk Ticaret Kanunu'nun 1524. maddesinde 2012 yılında yapılan değişiklik<sup>17</sup> ile internet sitesi açmak yükümlülüğü olan şirketlerin kapsamı oldukça daraltılmıştır. Pay sahibinin internet sitesi üzerinden şirket hakkında bilgi edinmesi de bu sebeple kısıtlı hale gelmiştir.

Kamuyu aydınlatma ilkesiyle bilgi alma hakkı arasındaki ilişkiden söz edilirken pay sahibinin bilgi alma hakkı göz önünde bulundurulur. Fakat bunun dışında pay sahibi olan yönetim kurulu üyelerinin Türk Ticaret Kanunu'nun 392. maddesi çerçevesinde sahip oldukları bilgi alma hakkı da kamuyu aydınlatma ilkesiyle dolaylı olarak ilişkilidir<sup>18</sup>. Zira bir yönetim kurulu üyesinin pay sahiplerine ve ilgililere kamuyu aydınlatma kapsamında bilgi verebilmesi, kendisinin yeterince bilgilendirilmiş olmasına bağlıdır. Bu nedenle kamuyu aydınlatma ilkesi yönetim kurulu üyelerinin bilgi alma hakkını da korumaktadır. Zira kamuyu aydınlatma kapsamında bilgi vermesi gereken yönetim kurulu üyeleri kendi bilgi alma haklarını kullanırlar. Bu açıdan yönetim kurulu üyelerinin bilgi alma hakkı, Türk Ticaret Kanunu'nda açık olarak düzenlenmemiş olsaydı bile halka açık anonim şirketler bakımından kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmek isteyen yönetim kurulu üyelerinin bilgi talebinden bahsedilecekti<sup>19</sup>.

## B. Kitle Fonlaması

### 1. Genel Olarak

Kitle fonlaması, belirli bir proje için finansman ihtiyacı olanlara, internet üzerinden ve doğrudan para verilmesiyle gerçekleşen bir finansman yöntemidir. Kitle fonlamasında, yatırımcılar projeye karşılıksız, manevi

15 Ayrıntılı bilgi için bkz. YANLI, s. 116 vd.

16 Karasu'ya göre, "pay sahibinin kamuyu aydınlatma ilkesi veya TTK m. 1524 hükmü uyarınca sunulan bilgilere ilişkin olarak genel kurulda bilgi alma talebinde bulunması halinde, bu talebi hakların sakınılarak kullanılması ilkesine aykırı olacağından reddedilebilir," KARASU, s. 100.

17 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 1524. maddesine ilişkin 30.06.2012 tarih ve 28339 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe giren 6335 sayılı Kanun'un 34. maddesiyle yapılan değişikliktir.

18 KALENDER, Emre (2017), **Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Bilgi Alma Hakkı**, Yetkin Yayınları, Ankara, s. 108.

19 KALENDER, s. 108.



haz bekleyerek, bir getiri karşılığında veya getiri beklentisi olmaksızın iade edilmek üzere yahut şirket ortağı olmak üzere yatırım yapmaktadır<sup>20</sup>.

Kitle fonlaması yönteminde internet yoluyla sınırları belirsiz büyük bir kitleden küçük oranlarla kaynak sağlandığı için bu yöntem diğer finansman yöntemlerinden farklıdır<sup>21</sup>. Henüz kuruluş aşamasını tamamlamış ve projesi için finansman arayan şirketler veya şirket kurmaksızın projesine finansman arayan girişimciler açısından kredi ve halka arz maliyetleri katlanılması oldukça zor birer yüküdür. İşte bu finansman sıkıntısı, girişimcilerin, internet üzerinden büyük kitlelere yönelerek düşük maliyetlerle ve daha hafif yükümlülüklerle kaynak aramalarına neden olmuştur. Projenin finansmanı ise daha küçük oranlarla veya ödünç ya da yatırım amacıyla para toplanarak yapılmıştır. Bu şekilde bir yandan büyük kitlelerden para toplanmış ve projelerin mikro finansmanı sağlanmıştır<sup>22</sup>. Diğer taraftan 2008 krizinin etkisiyle orta ve küçük ölçekli şirketlerle yeni kurulan şirketlerin banka kredisi ve sermaye piyasası payı hayli azalmıştır. Bu esnada kitle fonlaması yöntemi teminatsız banka kredilerine bir alternatif yöntem olmuştur<sup>23</sup>.

Kitle fonlaması yöntemi, finansman sağlanması kolaylığı haricinde girişimcinin karar alma sürecini de etkiler. Yeni bir ürünün tasarlanıp üretilmesi, hizmetin tasarlanıp verilmesi sırasında potansiyel müşteri kitlesinin belirlenmesi, piyasa araştırması yapılması<sup>24</sup>, yatırım için finansman bulunması ve sonrasında ise ürün ve hizmetin tüketiciye satılması evreleri gerçekleşir. Yatırımcı bu süreçte riski taşımaktadır. Ancak borçlanma veya paya dayalı kitle fonlaması modellerinde, internet aracılığıyla bir piyasa talebi oluşturulur. Ürünün veya hizmetin

20 MANAVGAT, Çağlar (2019), 'Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması', Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul, On İki Levha Yayınları, s. 766.

21 BRADFORD, Steven (2012) 'Crowdfunding and the Federal Securities Laws', **Columbia Business Law Review**, V. 1, s. 10; WROLDSEN, John (2013) 'The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd', **Vanderbilt Journal of Entertainment & Technology Law** 583, V. 15, s. 10, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2141015](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2141015), s.e.t. 10.12.2019.

22 MANAVGAT, (Kitle Fonlaması), s. 767; BRADFORD, s. 27.

23 Proposal For a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) For Business, 08.03.2018, Explanatory Memorandum, s. 1, [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:0ea638be-22cb-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0003.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:0ea638be-22cb-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF), s.e.t. 12.12.2019; MANAVGAT, **Kitle Fonlaması**, s. 767.

24 GIERCZAK, Michael M.(2016), 'Crowdfunding: Outlining the New Era of Fundraising', **Crowdfunding in Europe - State of the Art in Theory and Practice**, (Edt.: BRÜNTJE, Dennis / GAJDA, Oliver), Springer International Publishing, Switzerland, s. 15; GETTY, Paul M. / GUPTA, Dinesh / KAPLAN, Robert R. (2015) **Regulation A+ How the JOBS Act Creates Opportunities for Entrepreneurs and Investors**, Apress Publication, California, USA, s. 38.

finansmanı bu şekilde sağlanır ve proje geliştirilip piyasaya sürüldükten sonra geliri, yatırımcısıyla paylaşılır. Girişimci, projesi için yeterli ilgiyi bulup finansman toplayamazsa projeden vazgeçer; böylelikle projeyi tamamlayarak satış riskine de girmemiş olur<sup>25</sup>.

## 2. Kitle Fonlaması Modelleri

Kitle fonlamasının dünya genelinde uygulanması göz önüne alınarak dört tür fonlama modelinden bahsedilebilir<sup>26</sup>. Bu fonlama modelleri karma olarak oluşturulacak içeriklerle de kullanılabilir.

### a. Bağışlama Modeli

Kitle fonlaması yoluyla yatırım kararı alan kişilerin yatırım kararları karşılığında getiri, şirketten pay veya faiz beklentileri olabilir. Ancak kitle fonlaması yatırımcısı hiçbir beklentisi olmaksızın da yatırım yapabilir. Bağışlama modelinde yatırımcılar fiziksel bir ödül veya finansal bir getiri sözü verilmeden, karşılıksız olarak kitle fonlaması yoluyla projeye fon sağlarlar<sup>27</sup>. İşte yardım etmek amacıyla, karşılıksız olarak yatırım yapılan kitle fonlaması modeli bağışlama modelidir. Tıbbi araştırmalara, politik hareketlere<sup>28</sup>, spor ve dernek faaliyetlerine kitle fonlaması platformu aracılığıyla karşılıksız para aktarılması mümkündür<sup>29</sup>.

25 WROLDSEN, s. 27; MANAVGAT, **Kitle Fonlaması**, s. 767.

26 BRADFORD, s. 14-17; WROLDSEN, s. 5.

27 DANMAYR, Florian (2014), **Archetypes of Crowdfunding Platforms**, Gabler Verlag, Steyr, Austria, s. 22.

28 2008 yılı ABD Başkanlık seçimleri için Barack Obama bu kitle fonlaması yöntemiyle fon toplamıştır, PICHLER, Flavio (2016), 'Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review', **Crowdfunding for SMEs - A European Perspective** (Edt.: BOTTIGLIA, Roberto / PICHLER, Flavio), The Palgrave Macmillan, London, United Kingdom, s. 10, dn. 6; LUO, Michael (2008), 'Small Online Contributions Add Up to Huge Fundraising Edge for Obama', **New York Times** <<http://www.nytimes.com/2008/02/20/us/politics/20obama.html>>, s.e.t. 02.02.2020.

29 BRADFORD, s. 15; MANAVGAT, **Kitle Fonlaması**, s. 767; WROLDSEN, s. 6; Sadece bağışlama modeline dayanan kitle fonlaması platformları ender görülür; genellikle bu yöntemle projelere değil, dernek ve vakıflara veya kâr amacı gütmeyen kuruluşlara fon sağlanır. Yalnızca bağışlama modeline dayanan kitle fonlaması platformuna ABD'de faaliyet gösteren Globalgiving (<https://www.globalgiving.org/>) ve Donorschoose (<https://www.donorschoose.org/>) siteleri örnek verilebilir. Bu kitle fonlaması yöntemi kitle fonlaması platformlarında alternatif olarak sunuluyor olabilir. Örneğin Türkiye'de faaliyet gösteren Fonbulucu (<https://www.fonbulucu.com/>) platformunda kitle fonlaması modellerinden her birinin uygulandığı belirtilmiştir. İnternet sitesinde bu durum "*Bağış Bazlı Kitle Fonlama Modelinde; fon sağlayanlar finansal bir getiri talep etmemekte ve faydasına inandıkları projelere diledikleri miktarda bağış yapabilmektedir. Süresi içerisinde belirlenen bağış miktarına ulaşamaması durumunda bağışçılara ödedikleri miktarlar iade edilmektedir.*" denilerek açıklanmıştır, <https://www.fonbulucu.com/sayfa/Kitle-Fonlamasi-Modelleri/3>, s.e.t. 15.12.2019.





## b. Ödül Modeli

Kitle fonlaması yoluyla yatırım yapan yatırımcının maddi bir beklentisi olmaksızın manevi bir beklentiyle hareket etmesi de söz konusu olabilir. Bahsedilen ödül bir anahtarlık kadar küçük olabilir. Ancak ödül modelinde söz verilen ödülün finansal bir ödül olmaması gerekir<sup>30</sup>. Örneğin bir sinema filmi projesine yatırım yaparak filmin oyuncularıyla tanışmak, etkinliklere katılmak veya filmin tanıtma yazısında isminin geçmesi gibi manevi tatminler ödül modeline dayanan kitle fonlamasında söz konusu olabilir<sup>31</sup>.

Ödül modeliyle beraber ön satış (*pre-purchase*) modelinden de bahsedilmektedir. Bu kitle fonlaması modelinde yatırımcıya maddi bir getiri sağlanmaz, üretilecek olan ürün üretilir üretilmez fon sağlayana gönderilir veya fon sağlayan ürünü indirimli alma hakkına sahip olur<sup>32</sup>. Örneğin yatırımcı, müzik albümü prodüksiyonu yapan bir girişimciye fon sağlamışsa, müzik albümü ilk önce ona gönderilebilir<sup>33</sup>.

## c. Borçlanma Modeli

Borçlanma modelinde kitle fonlaması platformu aracılığıyla yatırımcı, proje veya şirkete ödünç para vermektedir. Bu ödünç ilişkisinde faiz kararlaştırılabileceği gibi faiz beklentisi olmadan da hareket edilebilir. Bu modelde yatırımcı, belirlenen bir vadede aktardığı parayı geri almak istemektedir. Proje veya şirket de iade yükümlülüğü altına girmektedir<sup>34</sup>.

30 PICHLER, s. 10.

31 BRADFORD, s. 16; MANAVGAT, **Kitle Fonlaması**, s. 767; Kickstarter'da Veronica Mars Film Projesi ödül yöntemiyle kitle fonlamasına sunulmuş ve yatırımcıların sağladığı fonlara karşılık tişört, bir oyuncu tarafından yatırımcıya özel video gönderilmesi, film açılış gecesine davet veya filmde figüran olarak görülmeye ödülleri vaat edilmiştir. Fakat yatırımcılardan hiçbiri filmin başarısına katkı sağlamak gibi bir istekle yatırım yapmamıştır. DARIAN, M. Ibrahim (2015), 'Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?', **100 Minnesota Law Review**, s. 568; <<https://www.kickstarter.com/projects/559914737/the-veronica-mars-movie-project/description>> s.e.t. 05.02.2020.

32 PICHLER, s. 11.

33 BRADFORD, s. 16; ABD'nin en büyük kitle fonlaması platformlarından olan Kickstarter genellikle bu modele dayanmaktadır. Site, ödüllerin genellikle finansman sağlanan projeden üretilen CD, poster veya sınırlı basım bir çizgi roman gibi ürünlerden oluştuğunu açıklamaktadır. Ancak sitenin bunun dışında ödül modeline daha yakın olan örneğin yatırımcıya film setini ziyaret etme veya istediği oyuncuyla telefon görüşmesi yapabilmeye imkânlarını sağladığı da söz konusu olabilmektedir, Kickstarter: A New Way to Fund & Follow Creativity, <http://www.kickstarter.com/>, s.e.t. 15.12.2019.

34 77 ülkede faaliyet gösteren ve 2005 yılından beri 1.4 milyar dolar ödünç para toplayarak projelere finansman sağlayan bir kitle fonlaması platformu olan Kiva (<https://www.kiva.org/>), yalnızca borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelini kullanmaktadır; BRADFORD, s. 20; WROLDSEN, s. 6.

Borçlanma işlemi faiz borcu da içeriyorsa, sermaye piyasası aracı niteliğindeki araçların satışı şeklinde gerçekleşir. Borçlanma aracının satışı bu çerçevede sermaye piyasası mevzuatı hükümlerine tabi olur<sup>35</sup>.

#### d. Paya Dayalı Kitle Fonlaması (Sermaye Yatırımı Modeli)

Sermaye yatırımı veya başka bir isimle paya dayalı kitle fonlaması modelinde, yatırımcı kitle fonlaması platformunda nakit bir ödeme yaparak girişim şirketinde pay sahibi olmaktadır<sup>36</sup>. Yatırımcının sahip olacağı pay oy hakkına sahip bir pay olabileceği gibi oy hakkından yoksun bir pay da olabilir<sup>37</sup>. Bu yöntemde, genellikle yeni kurulmuş ve yenilikçi projeleri olan şirketlere yatırım yapılır. Yatırımcı pay sahipliği haklarını elde eder ve risklerine de katlanır. Yatırımcı fon sağladığı zaman yatırımcı ve girişim şirketi arasında bir pay sahipliği sözleşmesi kurulur.

Paya dayalı kitle fonlaması modelinde girişimci şirket, halka arz işlem masrafları yapmadan ve halka açık şirket statüsüne girmeden geniş bir kitleden fon sağlama şansına sahip olur<sup>38</sup>.

Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin<sup>39</sup> 16. maddesinin ikinci fıkrasına göre girişim şirketinin payları karşılığında yatırımcılardan sağlanan fonların tamamının nakden ödenmiş olması zorunludur.

### 3. Karşılaştırmalı Hukukta Kitle Fonlaması

#### a. Amerika Birleşik Devletleri'nde

Amerika Birleşik Devletleri'nde kitle fonlaması 2012 yılında "Jumpstart Our Business Act (JOBS)" ile yasal düzenlemeye kavuşmuştur<sup>40</sup>. Bu yasa, Amerikan sermaye piyasalarının küçük girişimlere yeniden açılması hedefiyle hazırlanmıştır<sup>41</sup>. Yine *Securities Act (SE)*'in 4. maddesine getirilen altıncı fıkra hükmüyle, kitle fonlamasıyla menkul kıymet satışında gerekli şartların sağlanması halinde *Securities and Exchange Commission (SEC)*'a kayıt yükümlülüğüne muafiyet getirilmiştir. Bu muafiyetin uygulanması

35 MANAVGAT, *Kitle Fonlaması*, s. 767.

36 BRADFORD, s. 24; WROLDSEN, s. 6; POPE, Nikki (2011), 'Crowdfunding Microstartups: It's Time for the Securities and Exchange Commission to Approve a Small Offering Exemption', *University of Pennsylvania Journal Of Business Law*, V. 13:4, s. 106; DANMAYR, s. 29.

37 PICHLER, s. 11.

38 MANAVGAT, *Kitle Fonlaması*, s. 766. Kitle fonlaması platformları aracılığıyla pay satan şirketlerin halka açık anonim şirket statüsünde kabul edilmemesinin doğru bir tercih olmadığı ve şartları gerçekleştiğinde bu şirketlerin de halka açık şirket olarak kabul edilmeleri gerektiğine yönelik görüş için bkz. MANAVGAT, *Kitle Fonlaması*, s. 785.

39 Söz konusu Tebliğ, 03.10.2019 tarihli ve 30907 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

40 Söz konusu yasaya <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>> adresinden ulaşılabilir, s.e.t. 30.01.2020.

41 CUNNINGHAM, William Michael (2016), *The JOBS Act Crowdfunding Guide To Small Businesses And Startups*, Apress Publishing, Maryland, USA, s. xvi.



ile ilgili düzenleme yapma yetkisi SEC'ye verilmiş olsa da kanunda şartları belirlenmiştir. Buna göre bir şirket on iki aylık bir dönemde muafiyete tabi olarak en fazla 1.000.000 Amerikan Doları ile sınırlı olarak kitle fonlaması yoluyla para toplayabilecektir. Yine yatırımcı açısından da yıllık geliri yahut net varlıklarına göre hesaplanan çeşitli sınırlamalar öngörülmüştür.

SE'ye eklenen 4A.b hükmüyle ise kitle fonlamasıyla fon toplayan şirkete SEC'ye bilgi verme yükümlülüğü tahmil edilmişti, söz konusu hükme göre, şirketin sermayesine, işletme konusuna, yöneticilerine, finansal durumuna, iş planlarına ilişkin bilgilerin SEC'ye sunulması gerekir. Ayrıca bu düzenleme ile on iki aylık dönem için beklenen satışın değerine bağlı olarak finansal tablolarının sırasıyla yöneticileri tarafından onaylanması, muhasebe uzmanının incelemesi ve bağımsız denetime konu olması zorunluluğu getirilmiştir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde kitle fonlaması, sermaye piyasası aracının satışıyla bağlantılı olarak düzenlenmiştir. Kitle fonlaması aracılığıyla sermaye piyasası araçlarının satışında da SEC'ye kayıt ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri gibi yükümlülüklerden muafiyet sağlanmıştır. Ancak bununla birlikte kitle fonlamasının halka arza karşı seçenек bir fon sağlama yöntemi olması engellenmek istenmiş; toplanacak fon tutarına ihraççı ve yatırımcı açısından sınırlamalar getirilmiştir. Yine kamuyu aydınlatma yükümlülüğü açısından daha hafif bir düzen öngörülmüştür. Kitle fonlama platformlarının da hem kamuyu aydınlatma hem de diğer yasal yükümlülüklerin yerine getirildiğinin tespitinde görevleri ve sorumlulukları bulunmaktadır<sup>42</sup>.

### **b. Avrupa Birliği'nde**

Avrupa Birliği ülkeleri, kitle fonlamasını ulusal hukuklarında düzenleme yoluna gitmişlerdir. Ancak bu sebeple düzenlemeler arasında farklılıklar ortaya çıkmıştır. Kitle fonlaması için özel düzenleme yapmayarak genel hükümler çerçevesinde uygulanmasının önünü açan ülkeler olduğu gibi, yatırımcının korunması amacıyla kitle fonlamasına katı kurallar getiren ülkeler de söz konusudur. Kitle fonlaması platformlarının Birlik düzeyinde belirli ve yeknesak kurallara tabi olması için bir tüzük taslağı hazırlanmıştır. Bu tüzük taslağı, "Proposal For a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) For Business" adıyla 08.03.2018 tarihinde hazırlanmıştır<sup>43</sup>. Bu tüzük taslağı, kitle fonlamasına Birlik düzeyindeki yaklaşımı göstermesi açısından önem taşımaktadır.

42 MANAVGAT, *Kitle Fonlaması*, s. 769.

43 Proposal, Explanatory Memorandum, s. 2.

Tüzük taslağının 3. maddesinin ilk fıkrasının (a) bendinde kitle fonlaması faaliyeti kitle fonlama platformu tarafından verilen bir hizmet olarak tanımlanmıştır. Bu tanımda kitle fonlamasının sadece borçlanma ve sermaye yatırımı modelleri ele alınmıştır. Buna göre yatırımcıların, platformun aracılığı ile proje sahiplerine borç vermek yahut ihraç etmiş oldukları sermaye piyasası araçlarını almak suretiyle gerçekleştirdikleri faaliyet, kitle fonlaması faaliyetini oluşturur.

Tüzük taslağının 3. maddesinin ilk fıkrasının (d) bendinde ise kitle fonlaması arzı, yatırımcıların kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları aracılığıyla kurulan ve yatırımcıların işlemin faydası ve sonuçları hakkında karar vermesine yarayacak bilgi ve işlemler şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanımın kitle fonlamasının hizmet sağlayıcıları aracılığıyla gerçekleşmesi ve yatırımcının yatırım kararını etkileyecek bilgilerin verilmiş olması şeklinde iki unsuru barındırdığı görülmektedir.

Taslak, kitle fonlaması sisteminin güvenliğini platformlar üzerinden sağlamayı hedeflemektedir. Söz konusu tebliğin 14. maddesinde kitle fonlaması şartları, riskleri, proje seçiminde dikkate alınan ölçütler, özellikler de dâhil olmak üzere yatırımcıya verilen bilgilerin açık, anlaşılır, tam ve doğru olması gerekliliği düzenlenmiştir. Bu bilginin tüm yatırımcılara, herhangi bir ayırım yapılmaksızın verilmesi gerektiği belirlenmiştir. Yatırımcının bilgilendirilmesini düzenleyen kamuyu aydınlatma ise taslağın 16. maddesinde düzenlenmiştir.

### c. Japonya’da

Kitle fonlaması, Japonya’da ilk olarak hayır amaçlı nedenlerle *Silent Partnership Act (Tokumei Kumiai / 匿名組合)*<sup>44</sup> kapsamında, toplanan fon üzerinden vergi vermemek amacıyla görülmeye başlanmıştır. Ancak 2015 yılında paya dayalı kitle fonlamasına izin verilmesiyle beraber kitle fonlaması bu amaçla kullanılmaktan kurtarılmıştır.

1990 yılından beri Japonya’da pek çok kâr amacı gütmeyen kurum sosyal amaçlarla fon toplamaktaydı. Ancak ticari olarak ilk kitle fonlaması 2007 yılında *Music Securities* adlı bir kitle fonlama platformunun pirinç şarabı şirketinin sermayesini artırmasına yardım etmesiyle gerçekleştirilmiştir.

44 Bu terim, Japon Ticaret Kanunu’nun 535 ve devamı maddelerinde düzenlenen ve “gizli” veya “sessiz ortaklık” denilen ve kişilerin bir yöneticinin yönettiği bir girişime sermaye getirerek oluşturdukları birliktir. Söz konusu şirketin tüzel kişiliği bulunmamaktadır. Ortaklık sözleşmesi gereğince sessiz ortağın girişimin kârına katılma hakkı ortaklık sözleşmesi gereğince vardır, ARNOLD, Martin (2002), ‘Silent Partnership in Japan and Germany’, *Zeitschrift Für Japanisches Recht*, S. 13, s. 212; FUJITA, Tomotaka (2013), ‘De-codification’ of the Commercial Code in Japan’, *UT Soft Law Review*, 2012/5, s. 5; Bu ortaklık tipi Türk hukukunda adi şirketlerin gizli ortakla kurulabiliyor olmasına benzetilebilir.



Bundan sonra ise 2011 yılında büyük Japonya depreminin yaşanması pek çok endüstriyi etkilemiş ve kitle fonlaması girişimcilere fon sağlama aracı olmasını tetiklemiştir. 2015 yılında ise hükümetin, *Financial Services Agency (FSA)*'den kitle fonlamasını desteklemek için inisiyatif kullanmalarını istemesi ve *Financial Instruments and Exchange Act (FIEA)*'i yeniden düzenlemesiyle paya dayalı kitle fonlamasına ve yatırımcıları koruyucu hükümlere yer vermesi sonucu kitle fonlamasının ülkede gelişmesi hızlanmıştır<sup>45</sup>.

#### d. Türk Hukukunda

Türk sermaye piyasası hukukunda kitle fonlaması modeli ilk kez 7061 sayılı Kanun'un<sup>46</sup> 107 ve 109. maddeleriyle Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3, 4, 16 ve 99. maddelerinde yapılan değişikliklerle ve Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 35/A maddesi ile yasal düzenlemeye kavuşmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu ise kanunda verilen ikincil düzenleme yetkisine dayanarak, paya dayalı kitle fonlaması modeli ile sınırlı olarak, "III-35/A.1 Sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği"ni hazırlamıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinin (z) bendinde kitle fonlaması, "bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde bu Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasını, ifade eder" şeklinde tanımlanmıştır. Mezkûr kanunun 3. maddesinin (e) bendi ve 16. maddesinin ilk fıkrası hükümleri ile birlikte kitle fonlaması yoluyla finansman sağlayan şirketler, halka açık şirket statüsü dışında bırakılmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun "Kitle fonlama platformları" başlıklı 35/A maddesinin ilk fıkrasında kitle fonlama platformları düzenlenmiştir. Söz konusu hükme göre kitle fonlama platformları, kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluşlardır. Bu platformların kurulabilmesi ve faaliyete başlaması için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alınması zorunlu tutulmuştur.

Hükmün ikinci fıkrasında platformların kuruluşlarına, ortaklarına, pay devirlerine, çalışanlarına, her bir fon sağlayıcısı tarafından yatırılacak veya proje sahipleri ile girişim şirketleri tarafından toplanabilecek paranın azami limitine ve faaliyetleri sırasında uymaları gereken diğer ilke ve esaslar ile toplanan fonların ilan edilen amaca uygun olarak

45 ADHIKARY, Bishnu Kumar / KUTSUNA, Kenji / HODA, Takahaki (2018), *Crowdfunding-Lessons from Japan's Approach*, Springer Publishing, Kobe, Japan, s. 51.

46 05.12.2017 tarih ve 30261 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 7061 sayılı Bazı Vergi Kanunları İle Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun.

kullanıldığıının kontrolü ve denetimine ilişkin esasların Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirleneceği düzenlenmiştir.

Hükmün üçüncü fıkrasında kitle fonlama platformlarının hukuka aykırı faaliyet ve işlemlerinde uygulanacak tedbirler için Sermaye Piyasası Kanunu'nun "*Sermaye piyasası kurumlarının hukuka aykırı faaliyet veya işlemlerinde uygulanacak tedbirler*" başlıklı 96. maddesi hükümlerinin kıyasen uygulanacağı belirtilmiştir.

Hükmün dördüncü fıkrasında ise kitle fonlaması ve buna bağlı yapılan işlemler ile kitle fonlama platformları Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37 ve 38. maddeleri kapsamında değerlendirilmeyeceği, yine bu faaliyetlerin Kanun'un borsalar, piyasa işleticileri ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri ile ilgili hükümlerine tâbi olmayacağı düzenlenmiştir.

Hükmün beşinci fıkrasında ise kitle fonlaması platformları ve kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan kişiler ile bunlara fon sağlayanlar arasındaki ilişkilerin genel hükümlere tâbi olduğu hükme bağlanmıştır.

Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği, paya dayalı kitle fonlamasına, kitle fonlama platformlarının Sermaye Piyasası Kurulu listesine alınmalarına ve faaliyetlerine, paya dayalı kitle fonlaması yoluyla halktan para toplanmasına ve toplanan fonların ilan edilen amacına uygun olarak kullanıldığıının kontrolü ve denetimine ilişkin usul ve esasları düzenler. Bir pay karşılığı olmadan kitle fonlaması platformları aracılığıyla ödül veya bağış karşılığında fon toplanması faaliyetleri ise Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği hükümlerine tâbi değildir.

## II. KAMUYU AYDINLATMA YÜKÜMLÜLERİ

### A. Genel Olarak

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde ihraççılara<sup>47</sup>, denetçilere<sup>48</sup>, işlemi gerçekleştiren kişilere<sup>49</sup> ve araçlara kurumlara<sup>50</sup> yüklenmiş olan bir yükümlülüktür.

47 MANAVGAT, **Halka Arz**, s. 212; Halka açık anonim ortaklıklar açısından ihraççıların kamuyu aydınlatma yükümlülüğü Sermaye Piyasası Kanunu'nun 14. maddesi kapsamında mali tablo ve raporlar ile bağımsız denetim raporu düzenleme yükümlülüğüyle ilgilidir. Kitle fonlama ile finansman elde eden girişim şirketinin bu hükümlere tâbi olmaması sebebiyle bu yükümlülük onun için geçerli olmayacaktır.

48 Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10. maddesinin ikinci fıkrasına göre bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan veya bu belgelere dayanak olmak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar Kanun hükümleri çerçevesinde sorumludur; YANLI, s. 144.

49 Bkz. Özel Durumlar Tebliği'nin (23.01.2014 tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır) 11, 14. ve 15/4. maddeleri.

50 Bkz. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10. maddesi.



Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15. maddesine göre sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanır. Bu bakımdan, kamuya açıklanacak raporları, malî tabloları ve diğer açıklamaları doğru ve dürüst bir şekilde hazırlayarak Kurul'un ve ilgili mevzuatın öngördüğü şekilde Kurul'a ve gerekirse ilgili borsaya göndermek ve gazetelerde ilân ettirmek görevi, esas olarak halka açık anonim şirket yönetim kuruluna aittir<sup>51</sup>.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, sadece şirket yönetim kuruluna ait değildir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10. maddesinin ilk fıkrasında izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan sorumluluk düzenlenmiştir. Bu hükümde zararın ihraççılardan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde; halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olacağı belirtilmiştir. Bu açıdan izahnamenin kamuya açıklanmasından ihraççılarla birlikte halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyelerinin de yükümlü olduğu görülmektedir<sup>52</sup>. Özel Durumlar Tebliği'ne göre açıklanacak içsel bilgilerle ve bu bilgilere ilişkin daha önce kamuya açıklanan hususlardaki değişiklikler ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde bunları kamuya açıklamakla ihraççılar yükümlüdür.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 14. maddesine göre ihraççı, kamuya açıklanacak veya gerektiğinde Kurulca istenecek finansal tablo ve raporları, şekil ve içerik bakımından Türkiye Muhasebe Standartları çerçevesinde Kurulca belirlenen düzenlemelere uygun olarak, zamanında, tam ve doğru bir şekilde hazırlamak ve ibraz etmek zorundadır. Finansal tablo ve raporların Kurulca belirlenen düzenlemelere uygun olarak hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan ihraççı ile kusurlarına ve durumun gereklerine göre ihraççının yönetim kurulu üyeleri sorumludur. Kurulca düzenlenmesi istenilen finansal tablo ve raporlar ile bağımsız denetime tabi olunması durumunda bağımsız denetim raporu, Kurulca belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde kamuya duyurulur.

Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili diğer mevzuatta, aracı kuruluşların da, ihraç işlemlerine aracılık ettikleri şirketler ve sermaye piyasası araçları

51 ÜNAL, Piyasa, s. 386; YANLI, s. 144.

52 TURAN, Gökçen (2016), 'Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları', *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. XX, S. 1, s. 203-206.

hakkında kamuyu aydınlatmakla yükümlü oldukları belirtilmiştir<sup>53</sup>. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10. maddesine göre, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışını yapan aracı kuruluşlar da, satış sonucu hakkında Kurul'a bilgi vermekle yükümlüdürler. "*Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği*"nin<sup>54</sup> (II-5.2 sayılı Tebliğ) 24. maddesinin dördüncü fıkrasına göre, aracı kuruluşlar, payların ilk halka arzı ile pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının halka arzında, ihracın nihai tutarını, yatırımcı grupları bazında dağıtım yapılan sermaye piyasası araçlarının tutarı, oranı ve yatırımcı sayısı hakkındaki bilgileri de içerecek şekilde hazırlanan dağıtım sonuçlarını, ek satış hakkı ile tahsisatın kaydırılması ile ilgili sonuçları ve halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının nominal değerinin yüzde beşinden fazlasını satın alan kişi ve kurumları, dağıtım listesinin kesinleştiği günü takip eden iki iş günü içerisinde Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde açıklaması zorunludur.

Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği kapsamında yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek nitelikte olan platform veya girişim şirketiyle ilgili bilgilerin dürüstlük kuralına uygun, tam ve açık olarak<sup>55</sup> kamuya açıklanması gerekir. Bu bilgiler, fon toplanmasına ilişkin işlemlerle ilgili kitle fonlaması platformu tarafından, girişim şirketine ilişkin işlemlerle ilgili olarak ise girişim şirketinin yönetim kurulu tarafından kamuya açıklanır.

## B. Kitle Fonlaması Platformu

Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin 4. maddesinin (k) bendi uyarınca kitle fonlama platformu, kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluşu ifade eder.

Kitle fonlama platformlarının paya dayalı kitle fonlaması faaliyeti yürütebilmeleri için Tebliğ kapsamında Kurul tarafından listeye alınmaları gerekir. Bu listeye alınabilmeleri içinse platformun; anonim şirket olması, asgari 1.000.000 Türk Lirası olan sermayesinin tamamının nakden ödenmiş olması ve ödenmiş sermayesi ile öz sermayesinin bu tutardan az olmaması, paylarının tamamının nama yazılı olması, ticaret unvanında "*Kitle Fonlama Platformu*" ibaresinin bulunması, esas sözleşmesinin Tebliğ'de yer alan hükümlere uygun olması ve esas sözleşmesinin faaliyetlere ilişkin maddesinde platformun münhasıran kitle fonlaması

53 YANLI, s. 145.

54 Söz konusu Tebliğ, 28.06.2013 tarihli ve 28691 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

55 Tebliğ'de bu kapsamda verilecek bilgilerin yanlış, yanıltıcı, temelsiz veya eksik ve girişim şirketinin mevcut durumu hakkında yanlış kanaat uyandıracak nitelikte olması yasaklanmıştır. Verilecek bilgiler ayrıca bilgi formundaki bilgilerle tutarlı olmalıdır.



faaliyetinde bulunacağını belirtmesi, ortaklarının ve yönetim kurulu üyelerinin 6. maddede<sup>56</sup> belirtilen şartları sağlaması, yönetim kurulunun asgari olarak 3 kişiden oluşması ve Tebliğ'in 5. maddesinde sayılan diğer hususları sağlaması gerekir.

Tebliğ'in 18. maddesinde projenin bilgi formunda meydana gelen değişikliklerin kitle fonlaması platformunda ilan edilerek bilgilendirme yapılmasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir.

### C. Girişim Şirketi

Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin 22. maddesinde sayılan hususlardan birinin gerçekleşmesi halinde kamuya açıklamanın girişim şirketi tarafından yapılacağı belirtilmiştir. Tebliğ'in 4. maddesinde ise girişim şirketleri, Türkiye'de kurulu veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı bulunan anonim şirketler olarak tanımlanmıştır.

Tebliğ'in 21. maddesine göre paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayacak girişim şirketlerinin; teknoloji faaliyeti ve/veya üretim faaliyette bulunmaları, bilgi formunun ilan edildiği tarih itibarıyla son beş yıl içinde kurulmuş olmaları, tabi oldukları mevzuat uyarınca hazırlayacakları en son yıllık ve varsa son güncel ara dönem finansal tablolarında, "*Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (II-16.1)*"nin<sup>57</sup> 8.

56 Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin 6. maddesinin ilk fıkrasında platform ortakları ve yönetim kurulu üyelerinde aranacak şartlar "*Platformun ortaklarının ve yönetim kurulu üyelerinin;*

a) Müflis olmaması, konkordato ilân etmiş olmaması ya da Kurula başvuru tarihi itibarıyla iflas erteleme süresi içinde olmaması,

b) Faaliyet izinlerinden biri Kurulca iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması,

c) Kanunda yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkûmiyetinin bulunmaması,

ç) 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı mülga Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri veya ortağı oldukları kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması,

d) 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da deoletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, terörizmin finansmanı, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması,

e) İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip bulunması,

f) Kanunun 101 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması," şeklinde sayılmıştır.

57 Söz konusu tebliğ, 30.12.2013 tarihli ve 28867 mükerrer sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

maddesinde finansal tablo kalemleri için öngörülen eşikleri aşmamaları, düzenli olarak takip ve kontrol edilen tescil edilmiş internet sitelerinin bulunması zorunludur.

Tebliğ'in 21. maddesinin üçüncü fıkrasına göre halka açık şirketler, yönetim kontrolü başka bir tüzel kişiye ait olan şirketler ve halka açık şirketler ile sermaye piyasası kurumlarının, önemli etkiye sahip ortak konumunda bulunduğu şirketler paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayamazlar.

Tebliğ'in 21. maddesinin dördüncü fıkrasına göre borsa tarafından uygun görülen girişim şirketi paylarına ilişkin ikincil piyasa işlemleri, Borsa tarafından hazırlanan ve Kurulca uygun görülen usul ve esaslar çerçevesinde ilgili pazarda gerçekleştirilebilir.

Tebliğ'in 16. maddesinde ise toplanan fonların aktarılmasından önce girişim şirketinin kuruluş işlemlerinin tamamlanmış olması ve bu fonların yalnızca sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak paylar karşılığında girişim şirketine aktarılması zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre kamuyu aydınlatma yükümlüsü olan girişim şirketi, kuruluş işlemlerini tamamlamış bir anonim şirket olmalıdır. Girişim şirketlerinin mevcut paylarının satışı suretiyle fon toplanamaz. Sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak payların ise oydan yoksun olabileceği belirtilmiştir. Girişim şirketi payları karşılığında yatırımcılardan sağlanan fonların tamamının nakden ödenmiş olması zorunludur.

#### **D. Proje**

Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin 4. maddesinde proje, girişim şirketine dönüşme potansiyeli taşıyan, planlanan teknoloji faaliyeti ve/veya üretim faaliyetinin gerçekleştirilmesi için kaynak ihtiyacı olan iş fikri olarak tanımlanmıştır. Kitle fonlaması kural olarak proje veya girişim şirketleri tarafından gerçekleştirilebilse de paya dayalı kitle fonlamasını ancak bir girişim şirketinin yapması mümkündür. Yukarıda değinildiği üzere, paya dayalı kitle fonlaması yöntemi dışında ödül veya bağışlama yöntemiyle ya da sermaye piyasası aracının satışını içermeyen borçlanma yöntemiyle yapılan kitle fonlamasında kamuyu aydınlatma veyahut bilgi verme yükümlülüğü projeye ait olabilecektir. Ancak bu durumda da verilecek bilgiler sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde kamuyu aydınlatma olarak değerlendirilmeyecektir.

#### **III. MUHATABI**

Doktrinde, kamuyu aydınlatma ilkesinin yöneldiği menfaat ve ilgi çevrelerinin, mevcut ve muhtemel yatırımcıları, alacaklıları, çalışanları,



müşterileri, hatta şirketin kendisini, toplumu ve devleti de kapsayacak şekilde geniş olduğu ifade edilmiştir<sup>58</sup>.

### A. Yatırımcılar

Sermaye piyasasının temel unsurlarından biri olan yatırımcı, Sermaye Piyasası Kanunu'nda tanımlanmamıştır. Doktrinde ise genel olarak yatırımcı, daha çok gelir elde etmek amacı ile tasarruflarını fon ihtiyacı olan kurum ve şirketler tarafından arz edilen sermaye piyasası araçlarına yatıran kişi, işletme veya kurumlar olarak tanımlanır<sup>59</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda yatırımcı tanımlanmamış olsa da Kurul'un çıkardığı tebliğlerde çeşitli yatırımcı tanımları yapılmıştır. II-5.2 sayılı "*Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği*"ne göre yatırımcı üçe ayrılır. Söz konusu tebliğin tanımları içeren 4. maddesinin (a) bendine göre bireysel yatırımcı, kurumsal yatırımcı tanımı dışında kalan gerçek ve tüzel kişileri ifade eder. 4. maddenin (j) bendine göre ise kurumsal yatırımcı Kurul'un yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler dışındaki profesyonel müşterilerdir. Mezkûr maddenin (m) bendine göre ise nitelikli yatırımcı, Kurul'un yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dâhil profesyonel müşterileri ifade eder.

III-37.1 sayılı "*Yatırım Hizmetleri Ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ*"de<sup>60</sup> ise yatırımcı ikili bir ayrımla tanımlanmıştır. Bu tebliğe göre profesyonel ve genel müşteri, Kurul'un yatırım kuruluşlarının kuruluş ve faaliyet esaslarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan profesyonel ve genel müşterileri ifade eder.

Mevcut yatırımcıların<sup>61</sup> ve özellikle de bunlar arasında olan pay sahiplerinin, kamuyu aydınlatmanın muhatapları arasında ilk sırada yer aldıkları ifade edilmektedir<sup>62</sup>. Mevcut pay sahipleri, sermayesine iştirak ettiği şirketin zaman içerisinde nasıl bir seyir takip ettiğini, faaliyetlerinin ne safhada olduğunu, yöneticilerin şirket yönetiminde nasıl bir performans sergilediğini görmek ve yatırımlarına bu çerçevede yön vermek düşüncesiyle bilgi sahibi olmak isterler. Zira pay sahibi, edindiği bilgiye göre mevcut yatırımını devam ettirebilir, azaltabilir veya payını

58 YANLI, s. 101; İHTİYAR, s. 95.

59 KARABABA, Serdar (2001), *Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması*, Seçkin Yayınları, Ankara, s. 40; KESKİN, s. 37.

60 Söz konusu Tebliğ, 11.07.2013 tarihli ve 28704 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

61 Yatırımcılar kavramı, sadece pay sahiplerini değil, aynı zamanda pay senetleri dışındaki diğer menkul kıymetlere yatırımda bulunan gerçek ve tüzel kişileri de kapsamaktadır.

62 YANLI, s.103.

devrederek tamamen çekebilir<sup>63</sup>. Pay senetleri dışında diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmış olan yatırımcılar da, edindikleri bilgiler çerçevesinde sahip oldukları menkul kıymetlerin akıbeti hakkında karar verirler.

Muhtemel yatırımcılar ise, tasarruflarını menkul kıymetler satın alarak yatırıma dönüştürmek isteyen kişilerdir<sup>64</sup>. Bunların yapacakları yatırımlar hakkında doğru karar verebilmeleri için, piyasada faaliyet gösteren şirketlerin iktisadî ve idarî durumları ile faaliyetleri konusunda yeterince bilgi sahibi olmaları gerekir. Dolayısıyla, muhtemel yatırımcılar da, kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatapları arasındadır. Zira bunların elde edecekleri bilgiler, yatırımlarını yönlendirmede önemli bir temel teşkil edecektir.

Paya dayalı kitle fonlaması açısından kamuyu aydınlatmanın muhatabı olan yatırımcılar, kitle fonlaması yöntemiyle girişim şirketinde şirket elde edebilecek olan, belirsiz sayı ve nitelikte yatırımcılardır. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin 4. maddesinde yalnızca nitelikli yatırımcı tanımına yer verilmiş, bu kapsamda nitelikli yatırımcı, Kurul'un, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan nitelikli yatırımcılar olarak tanımlanmıştır.

## B. Alacaklılar

Bir şirketin iktisadî ve malî durumunu bilmekte, alacaklıların da menfaati bulunmaktadır. Çünkü şirketin iktisadî ve malî açıdan güçlü olması, doğrudan doğruya şirket alacaklılarının lehinedir. Muhtemel alacaklılar ise, kendilerinden talep edilen fonları, kamuyu aydınlatma ilkesi sayesinde edinmiş oldukları bilgiler ışığında şirkete devredip etmeme hususunda karar vereceklerdir<sup>65</sup>.

Alacaklılar açısından şirkete ilişkin bilgi edinmenin önemi, kendisini şirketin borçlarını geri ödeyebilecek malî gücünün olup olmamasında göstermektedir.

## C. Çalışanlar

İşçilerin çalıştıkları şirketin iktisadî ve malî durumunu bilmeleri, hem toplu iş sözleşmesi görüşmelerini kolaylaştıracak ve hem de işçilerin çalışmalarında motive olmalarını sağlayacaktır<sup>66</sup>.

63 İHTİYAR, s. 96.

64 KESKİN, s. 38.

65 İHTİYAR, s. 97; YANLI, s. 104.

66 KAYA, s. 20; YANLI, s. 105; İHTİYAR, s. 97.



#### D. Müşteriler

Müşterilerin de, müşterisi oldukları şirketin iktisadî ve malî durumu hakkında bilgi sahibi olmalarında menfaatleri vardır. Özellikle de şirket ile uzun vadeli iş ilişkisine girmiş veya ona bağımlı hâle gelmiş müşteriler, şirketin devamlılığı konusunda yakından ilgilidirler<sup>67</sup>.

#### E. Devlet

Kamuyu aydınlatma ilkesi, vergi işlemlerinin daha sağlıklı bir şekilde yürütülmesine yardımcı olur. Vergi daireleri ve denetim organları, sayısı gittikçe artan şirketleri denetlemekte yetersiz kalmaktadır. Hâl böyle olunca, kamuya açıklanan malî tablo ve raporlar, vergi dairelerinin faydalandıkları kaynaklar hâline gelmektedir. Devlet, ayrıca işletmelerin faaliyetlerini düzenlemek, vergi politikalarını belirlemek, millî gelir ve benzeri istatistikleri tutmak için şirketler tarafından açıklanan bilgileri kullanmaktadır<sup>68</sup>.

#### F. Kamu

Kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatapları arasında kamu da yer alır. Bu düşüncenin temelini, özel ekonomik gücün denetlenmesi gereği teşkil eder. Ekonomide merkezîleşmenin doğurabileceği zararlardan etkilenecek olan her kişi, kamunun bir parçasıdır. Nitekim bir şirketin istihdam kaynağı veya ürettiği malların veya hizmetlerin müşterisi olması sebebiyle, halkın, bu şirketin iktisadî ve malî durumu hakkında bilgi sahibi olmasında fayda olduğu aşîkârdır<sup>69</sup>.

#### G. Şirketin Kendisi

Kamuyu aydınlatma ilkesi, bizzat ilgili şirketin kendisi açısından da faydalı ve hatta zarurîdir. Zira şirketin, faaliyetleriyle idarî ve malî durumu hakkında objektif ölçüler çerçevesinde piyasaya bilgi sunması, şirket hakkında çıkabilecek yanlış ve aldatıcı nitelikteki haberleri baştan engelleyecektir. Ayrıca bu bilgiler, şirket açısından iç ve dış piyasada tanıtım aracı olabilecektir<sup>70</sup>.

### IV. AÇIKLANACAK BİLGİLER

Paya dayalı kitle fonlamasında anonim şirkete fon sağlamak karşılığı pay sahibi olan yatırımcının şirketin ortaklık haklarından hakkaniyete uygun bir biçimde yararlanabilmesi amacıyla, girişim şirketinin

67 YANLI, s. 105.

68 YANLI, s. 105; KAYA, s. 20; İHTİYAR, s. 98.

69 İHTİYAR, s. 98; YANLI, s. 104.

70 İHTİYAR, s. 99.

yönetilmesi ve kontrol mekanizmasında meydana gelen değişikliklerle ilgili bilgilerin kamuya açıklanması gerekir. Bu şekilde yatırım kararına etki edecek olan bilgi yatırımcıya ulaştırılmış olur. Girişim şirketinin yönetiminde ve kontrol mekanizmasında meydana gelen değişikliklerinde ve pay alım tekliflerinde yatırımcıların, yatırım kararı almalarına veya şirket hakkında bilgi edinmelerine, bu şirkete yatırım yapma hususunda bir değerlendirme yapabilecekleri bilgilere ulaşabilmeleri önem arz eder.

Doktrinde kamuyu aydınlatma araçları, birincil piyasa ve ikincil piyasa işlemleri açısından ayrılarak incelenmektedir<sup>71</sup>. Paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayan girişim şirketleri halka açık anonim şirket statüsünden çıkarılmıştır. Bu sebeple girişim şirketleri halka açık şirketlerin tâbi olduğu hükümlere tâbi değildir. Ancak yapılan bu işlem, bir birincil piyasa işlemi niteliğini haiz olduğundan birincil piyasa açısından değerlendirme yapmak gerekir. Bu kapsamda Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4. maddesi gereği Sermaye Piyasası Kurulu tarafından faaliyet izni verilen kitle fonlama platformları aracılığıyla gerçekleştirilen kitle fonlaması yoluyla fon toplanması işlemleri Sermaye Piyasası Kanunu'nun izahname ve ihraç belgesi hazırlama yükümlüğüne ilişkin hükümlere tabi olmadığı gibi aynı kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine de tabi değildir. Ancak Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği çerçevesinde yatırımcının girişim şirketi nezdinde sahip olacağı pay, girişim şirketinin sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymet şeklinde tanımlandığı için kitle fonlaması işlemine konu olan paylar kuşkusuz bir sermaye piyasası aracıdır.

Paya dayalı kitle fonlaması kapsamında Tebliğ ile platformların kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün fon toplayan her bir girişim şirketi veya proje için kampanya sayfası oluşturarak, kampanya süreci ve kampanyanın gerçekleştiği takvim yılını izleyen beş yıl boyunca girişim şirketine ilişkin periyodik açıklamaların bu sayfa üzerinden yapılmasını sağlayacak gerekli altyapıyı kurma, yatırım komitesi tarafından onaylanan bilgi formunu kampanya sayfasında yayımlama, bilgi formu ve kampanyaya ilişkin yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek her türlü bilgiyi kampanya süresince ve kampanyanın gerçekleştiği takvim yılını izleyen beş yıl boyunca bu sayfada yatırımcıların incelemesine açık tutma ile yerine getirileceği düzenlenmiştir. Kitle fonlaması bilgi formu ise projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonun toplanabilmesi amacıyla kampanya sayfasında ilan edilen ve standartları Kurulca belirlenen formu ifade eder. Bu açıdan kitle fonlaması platformunun kamuyu aydınlatma yükümlülüğü çerçevesinde fon sağlayacak girişim

71 İHTİYAR, 119-259, YANLI, 114.

şirketi için bir kampanya sayfası kurması ve girişim şirketi tarafından hazırlanan bilgi formunu onaylayarak bu sayfada yayımlaması gerekir. Ayrıca platform, yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek hususların gerçekleşmesi halinde kampanya sayfasında bu bilgileri yayımlamakla ve tutmakla yükümlü kılınmıştır.

Tebliğ kapsamında girişim şirketlerinin ve platformların bilgi formu kapsamında 18. maddede sayılan hususlarda meydana gelen değişiklikleri açıklama yükümlülüğü bulunmaktadır. Maddenin ilk fıkrasına göre kampanya süresi içinde, yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişikliklerin veya yeni hususların ortaya çıkması halinde, bu durum bilgi formunun değiştirilmesi ya da yeni eklenmesi öngörülen hususları içeren kısımları ile birlikte girişim şirketi veyahut girişimci tarafından derhal platforma bildirilir. Tebliğ'in 18. maddesinin ikinci fıkrasında da bilgi formunun değiştirilmesi veya yeni eklenmesi öngörülen hususları içeren kısımları birinci fıkra uyarınca girişim şirketi tarafından yapılacak bildirim tarihinden itibaren iki işgünü içinde yatırım komitesi tarafından onaylanır ve kampanya sayfasında derhal yayımlanır hükmü yer alır. Platform, ilgili girişim şirketi veya projeye yönelik fon sağlama talebini iletmış olan üyelere eşanlı olarak uygun iletişim araçlarıyla bilgilendirme yapmakla yükümlüdür.

Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin kamuyu aydınlatmayı düzenleyen 22. maddesinin ilk fıkrası uyarınca şu hallerin gerçekleşmesi halinde kamuya açıklama yapılır:

a) Girişim şirketi aleyhine fesih davası açılması, bu davanın sonuçlanması, varsa esas sözleşmede tayin edilen bir fesih sebebinin gerçekleşmesi veya genel kurulda girişim şirketinin feshine karar verilmesi,

b) Girişim şirketinin iflas anlaşması için başvurması, bu başvurunun sonuçlanması,

c) Girişim şirketi aleyhine iflas davası açılması, bu davanın sonuçlanması veya girişim şirketinin tasfiyesi sonucunu doğurabilecek sona erme nedenlerinden birinin gerçekleşmesi,

d) Girişim şirketinin yönetim kontrolünün el değiştirmesi.

Tebliğ'in belirtilen hükmünde sayılan durumlar, Özel Durumlar Tebliği kapsamında açıklanacak özel durumlardır. Zira Özel Durumlar Tebliği'nin ilk maddesinde amacının *"yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak amacıyla sermaye piyasası*

araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemek” olduğu belirtilmiştir. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin 22. maddesinin ilk fıkrasında kamuya açıklanacağı belirtilen hususlar da sermaye piyasası aracının değerini veya yatırımcının yatırım kararını etkileyecek nitelikte hususlardır. Zira örneğin söz edilen hükmün (a) bendinde sayılan genel kurulda girişim şirketinin feshine karar verilmesi hususu, şirkete yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek nitelikte bir bilgidir. Ancak kitle fonlaması yoluyla fon toplayanların halka açık anonim şirket tanımından çıkarılmış olması sebebiyle bu bilgiler yalnızca bu tebliğ hükümleri kapsamında açıklanacaktır.

Özel Durumlar Tebliği, sermaye piyasası mevzuatınca halka açık şirketlerin kamuya açıklaması gerekli bilgileri düzenlemektedir. Özel Durumlar Tebliği'ne göre sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler kamuya açıklanır. Tebliğin 12. maddesinde açıklama yükümlülüğü, bir gerçek veya tüzel kişinin, doğrudan ya da dolaylı olarak payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payının veyahut toplam oy haklarının belirli oranlara ulaşması veya söz konusu oranların altına düşmesi halinde bu kişilere; bir kurucuya ait yatırım fonlarının doğrudan veya dolaylı olarak ihraççının sermayesindeki payının ya da toplam oy haklarının belirlenen oranlarına ulaşması veyahut söz konusu oranların altına düşmesi halinde ise kurucuya yüklenmiştir.

Maddenin dördüncü fıkrasında bir gerçek veya tüzel kişinin doğrudan payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payının belirlenen oranlara ulaşması ya da söz konusu oranların altına düşmesi halinde bu kişiler tarafından yapılması gereken açıklama Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından yapılacağı belirtilmiştir. Birlikte hareket ile veya dolaylı olarak ya da oy haklarına bağlı olarak bu fıkra da belirtilen oranlara ulaşılması veyahut oranların altına düşülmesi halinde açıklama yükümlülüğü ilgili gerçek veya tüzel kişi ya da bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişiye aittir. Görüldüğü üzere sermaye piyasası mevzuatı, halka açık şirketler açısından yatırımcıyı korumak ilkesine bağlı olarak kamuyu aydınlatma yükümlülüğü açısından verilecek bilgileri daha kapsamlı düzenlemiştir. Bu açıdan kitle fonlaması yoluyla fon toplayan şirketlerin ve buna aracılık eden platformların kamuyu aydınlatma yükümlülüğü Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nde düzenlenen hükümlerle sınırlıdır.

Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin 22. maddesinin ikinci fıkrasına göre ise girişim şirketinin Türk Ticaret Kanunu uyarınca hazırlanan





finansal tablo ve raporları veya Vergi Usul Kanunu uyarınca hazırlanan yıllık finansal tabloları ile faaliyet raporları ilgili takvim yılını izleyen dördüncü ayın sonuna kadar ilan edilir. Kitle fonlaması yoluyla fon toplayan girişim şirketleri sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde halka açık şirketler arasında sayılıysa finansal tabloların da sermaye piyasası mevzuatı kapsamında belli standartlara göre hazırlanması gerekirdi. Zira (II-14.1) numaralı “*Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği*”nde<sup>72</sup> finansal tabloların, finansal durum tablosu, kapsamlı gelir tablosu, nakit akış tablosu ve öz kaynak tablosundan oluştuğu ve dipnotları da kapsadığı belirtilmektedir. Bu tabloların Türkiye Muhasebe Standartları 1 Finansal Tabloların Sunuluşu Standardına da uygun olması gerekir<sup>73</sup>. Ancak bu tebliğ yatırım fonları ile konut finansmanı ve varlık finansmanı fonları dışında kalan ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarının finansal tablo hazırlamaları esaslarını düzenlemektedir. Bu açıdan kitle fonlaması yoluyla fon toplayan girişim şirketlerine getirilen finansal tablo ve raporlar sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki standartlara bağlı olmayacaktır. Bu finansal tablo ve raporlar Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Usul Kanunu’nun genel standartları uyarınca hazırlanacaktır. Bu açıdan kitle fonlamasıyla fon toplayan girişim şirketlerinin bir sermaye piyasası aracı arzı gerçekleştirmelerine rağmen Türk Ticaret Kanunu kapsamında kapalı bir anonim şirkete yaklaştırıldığı görülmektedir. Kanaatimizce bu durum yatırımcının korunması açısından sakınca teşkil edebilecektir.

## V. AÇIKLAMANIN ŞEKLİ VE SÜRESİ

Sermaye piyasası mevzuatı açısından özel durumların kamuya açıklanmasının zorunlu tutulması, yapılan açıklamaların belirli bir standartta yapılmasını sağlaması açısından olumlu bir etkiye sahiptir. Yapılacak açıklamaların doğru anlaşılır olması açısından bilginin anlaşılabilir derecede ayrıntılı ve sade olması gerekir<sup>74</sup>. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği çerçevesinde kamuya açıklanacak bilgilerin şekli 22. maddenin üçüncü fıkrasında düzenlenmiştir. Hükme göre söz konusu madde uyarınca yapılacak açıklamaların dili Türkçe’dir. Açıklamalar yanlış, yanıltıcı, temelsiz veya eksik olamayacağı gibi girişim şirketinin mevcut durumu hakkında yanlış kanaat uyandıracak nitelikte de olamaz.

Tebliğ’in 22. maddesinin dördüncü fıkrasında ise kamuyu aydınlatmanın süresi belirlenmiştir. Madde kapsamında yapılacak açıklamalar kampanyanın gerçekleştiği takvim yılını izleyen beşinci yılın sonuna kadar kampanya sayfası ve girişim şirketinin tescil edilen internet

72 Söz konusu tebliğ, 03.02.2017 tarih ve 29968 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

73 MANAVGAT, *Halka Arz*, s. 201.

74 MANAVGAT, *Halka Arz*, s. 236.

sitesi üzerinden yapılır. İlgili platformun listeden çıkarılması halinde veya beş yıllık sürenin sona ermesinden sonra yapılacak açıklamalar girişim şirketinin tescil edilen internet sitesi üzerinden yapılır. Madde kapsamında girişim şirketinin tescil edilen internet sitesi, Türk Ticaret Kanunu'nun 1524. maddesinde düzenlenen internet sitesidir. Söz konusu maddenin beşinci fıkrasına göre ise açıklamaların, açıklamaya konu hususların ortaya çıktığı veya öğrenildiği tarihten itibaren iki işgünü içinde yapılması zorunludur.

Tebliğ'in 22. maddesinin altıncı fıkrasına göre girişim şirketlerine veya projelere ilişkin olarak yapılacak tanıtım ve reklamlarda yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olamayacağı gibi, girişim şirketi veya projenin içinde bulunduğu duruma ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açacak nitelikte de olamaz. Bu bilgilerin kitle fonlaması bilgi formunda yer verilen bilgilerle de tutarlı olması zorunludur. Bu açıdan Sermaye Piyasası Kanunu'nun sorumluluğu düzenleyen 32. maddesinden farklı olarak bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasının yanında temelsiz ve abartılı olması da özellikle yasaklanmıştır. Kanaatimizce kitle fonlamasının tabiatı gereği yatırımcı çekebilmek amacıyla girişim şirketlerinin temelsiz ve abartılı bilgi vermesinin önüne bu şekilde geçilmek istenmiştir.

Halka açık anonim şirketlere ilişkin Özel Durumlar Tebliği'nin 23. maddesinde ise Sermaye Piyasası Kurulu'nun gerekli görmesi durumunda açıklamanın Türkçe dışında bir dilde yapılabilmesi için gereken şartlar gösterilmiştir. Bu hükme göre, şirketin işlem gördüğü pazar, şirketin kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin Kurul düzenlemelerine göre dahil olduğu grup veya Kurulca uygun görülen başka bir kriter gözetilmek suretiyle Türkçe'nin yanı sıra başka dillerde de açıklama yapılmasını talep edebilir. Söz konusu Tebliğ kapsamındaki açıklamaların Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yer alan ilgili form kullanılarak KAP'ta yapılması gerekir. Ancak kitle fonlaması yoluyla fon toplayan girişim şirketleri, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü KAP üzerinden değil kampanya sayfası ve kendi internet siteleri üzerinden yerine getirirler.

## VI. SORUMLULUK

Sermaye piyasası hukuku açısından kamuyu aydınlatma yükümlülüğünde sorumluluk, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10. ve 32. maddelerinde düzenlenmiştir. Ancak 10. madde kamuyu aydınlatmada sorumluluk açısından özel, 32. madde ise genel bir düzenleme niteliğini taşır. Zira 10. maddede izahnamenin kamuya açıklanmasından doğan sorumluluk düzenlenirken, 32. maddede kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk düzenlenmektedir. Doktrinde 32. maddenin başlığının



“kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk” olarak konulması, aydınlatma belgelerinin kamuyu aydınlatmanın bir aracı olması ve sorumluluğu doğuran fiilin kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlali olması sebebiyle fiil odaklı bir başlık konulması gerekliliği gerekçesiyle eleştirilmektedir<sup>75</sup>. Bu bakımdan 32. madde kamuyu aydınlatma fiilinden kaynaklanan bir sorumluluğu düzenlemektedir.

Paya dayalı kitle fonlaması usulü ile fon toplanmasında, fonların ilan edilen amaca uygun kullanılmamasından doğan sorumluluk Tebliğ’in 20. maddesinin yedinci fıkrasında düzenlenmiştir. Buna göre, toplanan fonların ilan edilen amacına uygun olarak kullanılmasından girişim şirketinin yönetim kurulu sorumludur. Buna göre toplanan fonlar açıklanan amacına uygun kullanılmazsa girişim şirketi yönetim kurulunun sorumluluğuna gidilecektir.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 35/A maddesine 7222 sayılı Bankacılık Kanunu İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun’un<sup>76</sup> 30. maddesi ile eklenen altıncı fıkraya göre kitle fonlaması işlemlerine ilişkin hazırlanan bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişiler bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur. Bu hükümle bilgi formuyla verilen bilgilerden kaynaklanan sorumluluk bu belgeleri imzalayanlar açısından müteselsil sorumluluk olarak düzenlenmiştir.

Paya dayalı kitle fonlaması usulü ile fon toplanmasında kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin ihlali halinde ise sorumluluk Tebliğ’in 23. maddesinde de düzenlenmiştir. Söz konusu hükme göre bu Tebliğ’de platformlar için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden platformun yönetim kurulu üyeleri, yatırım komitesi için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden yatırım komitesi üyeleri ile platformun yönetim kurulu üyeleri, girişim şirketleri için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden ise girişim şirketinin yönetim kurulu üyeleri sorumludur. Bu kapsamda kamuyu aydınlatma yükümlülüğü açısından platformlara yüklenen yükümlülüklerin ihlalleri halinde platform yönetim kurulu üyeleri ve yatırım komitesi üyeleri sorumludur. Girişim şirketlerinin Tebliğ’de öngörülen kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü ihlalleri halinde ise girişim şirketinin yönetim kurulu üyeleri sorumlu tutulacaktır.

Kitle fonlaması bilgi formunun sermaye piyasası mevzuatı kapsamında bir kamuyu aydınlatma belgesi sayılıp sayılmayacağı veya

75 MANAVGAT, *Halka Arz*, s. 230; KESKİN, s. 111, 112.

76 25.02.2020 tarih ve 31050 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerine başvurulup başvurulamayacağı sorusu da yine önem taşımaktadır. Zira kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10. ve 32. maddelerinde düzenlenmiş ve izahname ile kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması halinde bu belgeleri düzenlemekle yükümlü kişilerin sorumlulukları öngörülmüştür. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32. maddesiyle düzenlenen kamuyu aydınlatma belgelerinin hukuka aykırı bilgileri içermesi durumunda mezkûr maddenin üçüncü fıkrası uyarınca kusur sorumluluğu söz konusudur<sup>77</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32. maddesinde *“izahname, pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu, özel durum açıklaması, birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar”*ın birer kamuyu aydınlatma belgesi olduğu düzenlenmiştir. Ancak kamuyu aydınlatma belgeleri maddede sayılanlarla sınırlı değildir<sup>78</sup>. Kamuyu aydınlatma yükümlüsü olanların hazırlamakla yükümlü olacağı diğer belgeleri belirleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakılmıştır. Bu açıdan Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nde öngörülen bilgi formu ile girişim şirketine yüklenen kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kapsamında hazırlanan belgeler de kamuyu aydınlatma belgesi sayılacaktır.

Kusur sorumluluğu çerçevesinde ortaya çıkan zararın doğduğu an ise sermaye piyasası hukukunda yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiye dayanarak yatırımcının aldığı yatırım kararı neticesinde malvarlığında azalmanın meydana geldiği an olarak kabul edilmiştir<sup>79</sup>.

Kitle fonlaması bilgi formunun kamuyu aydınlatma belgesi olduğu kabul edildiğinde, Sermaye Piyasası Kanunu'nun kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun düzenlendiği 32. maddesinin bu formlar açısından uygulanabileceği söylenebilir. Yine söz konusu kanunun 35/A maddesinin altıncı fıkrası uyarınca bilgi formunu imzalayanların bu formdaki yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden müteselsil sorumluluğu söz konusudur.

Kitle fonlamasına ilişkin düzenlemeler getirilirken kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin ve sorumluluğun düzenlenmesi yatırımcının korunması açısından olumlu gelişmelerdir. Ancak kitle

77 MANAVGAT, **Halka Arz**, s. 232; MERAL, Nevin (2019), 'Türk ve ABD Hukukunda Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumlulukta Zararın Doğduğu An', **Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuku Fakültesi Dergisi**, C. XXIII, S. 2, s. 125.

78 KARA, s. 139.

79 MERAL, s. 143.

fonlaması platformları aracılığıyla fon toplayanların Sermaye Piyasası Kanunu tarafından halka açık anonim şirket tanımından çıkarılması ve bu açıdan sermaye piyasası mevzuatının yatırımcının korunmasına ilişkin getirdiği düzenlemelerden yararlanamayacak olması bir eksiklik olarak karşımıza çıkar. Kitle fonlaması platformları yoluyla finansman sağlayan girişim şirketlerinin sermaye piyasası aracı ihracına oranla daha küçük yatırımlarla gelişme gösterme eğiliminde olması gerekçesiyle halka açık anonim şirket tanımından çıkarıldığı görülmektedir. Böylece girişim şirketlerinin hızlı bir gelişme gösterebilmesi amacıyla Sermaye Piyasası mevzuatının sıkı kuralları dışında bırakıldığı belirtilmiştir. Ancak kitle fonlaması platformları aracılığıyla fon toplayanların halka açık anonim şirketlere uygulanacak hükümlerin dışında tutulması, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk açısından bu yükümlülüğün ihlali için Sermaye Piyasası Kanunu'nun getirdiği yaptırımların<sup>80</sup> kitle fonlaması ile finansman sağlayan girişim şirketlerine uygulanamayacağını göstermektedir. Bu bakımdan yatırımcının kamuyu aydınlatma belgelerinde verilen yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere karşı yeterinde korunamaması sonucu doğmuştur. Kanun koyucu bu eksikliği gidermek amacıyla Sermaye Piyasası Kanunu'nun 35/A maddesine altıncı fıkrayı eklemiş ve kitle fonlaması işlemlerine ilişkin hazırlanan bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişilerin bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsil sorumluluğunu düzenlemiştir. Kanaatimizce bu hükümle birlikte kitle fonlaması işlemleri açısından kamuyu aydınlatmadan kaynaklanan sorumluluk halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatmadan kaynaklanan yükümlülüğüne yaklaştırılmıştır.

## SONUÇ

Modern yaşamın beraberinde getirdiği araçlardan biri olan internet, hayatımızın her alanında yerini bulmuştur. Çalışmalara kaynak aramaktan, alışveriş yapmaya internet sıklıkla ve sürekli olarak kullanılıyor. İnternetin bu denli yaygınlaşması ise daha geniş kitlelere ulaşmayı kolaylaştırmıştır. Bu sebeple projelerine fon arayan girişimcilerin internetin ulaştığı geniş kitleden fon sağlayabilmesi, yalnızca onları ikna edebilmesine bağlıdır. Bu açıdan kitle fonlaması internetin de yaygınlaşmasıyla bir gerçek haline gelmiş ve hukuki olarak düzenlemelere konu olmuştur. Türk hukukunda Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapan 7061 sayılı Kanun'un 107 ve 109. maddeleriyle ve kanuna eklenen 35/A maddesi ile kitle fonlaması yasal düzenlemeye kavuşmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu ise kanunda

80 Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlali durumunda uygulanacak olan idari ve cezai yaptırımlar için bkz, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 103, 105, 111. maddeleri.

verilen ikincil düzenleme yetkisine dayanarak, paya dayalı kitle fonlaması modeli ile sınırlı olarak, “III-35/A.1 Sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği”ni hazırlamıştır. Anılan tebliğ 03.10.2019 tarih ve 30907 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Kitle fonlaması, fon toplayanların yatırımcılara vaat ettiği karşılıklara göre çeşitli modellerle yapılabilir. Bunlardan ilki yatırımcının hiçbir karşılık beklemeden projeye fon sağlaması olarak karşımıza çıkan bağışlama modelidir. Fon sağlanması karşılığında yatırımcıya çeşitli ödüller söz veriliyorsa kitle fonlamasının ödül modelinden bahsedilir. Sağlanan fonun proje gerçekleştikten sonra kararlaştırılan faiziyle veya faizsiz geri ödenmesine ilişkin kitle fonlaması yöntemi ise borçlanma yöntemi olarak adlandırılmıştır. Çalışmamız açısından önem arz eden kitle fonlaması modeli ise yatırımcının sağladığı fon karşılığında girişimci şirkette pay sahibi olmasını sağlayan paya dayalı kitle fonlaması modelidir.

Paya dayalı kitle fonlaması modelinde girişimci şirket, halka arz işlem masrafları yapmadan ve halka açık şirket statüsüne girmeden geniş bir kitleden fon sağlama şansına sahip olur. Ancak paya dayalı kitle fonlaması sisteminde sınırları belli olmayan bir kitleye pay satışı yapılıyorsa, artık sermaye piyasası mevzuatı uyarınca halka arz gerçekleşmiş olur.

Kitle fonlaması yoluyla fon sağlayan girişimci şirketin Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3. maddesinin birinci fıkrasının (e) bendiyle halka açık şirket tanımından çıkarılmış ve yine kanunun 16. maddesinin ilk fıkrasında ortak sayısı beş yüzü geçse bile halka açık şirket statüsü dışında bırakılmıştır.

Kitle fonlamasına ilişkin düzenlemeler yapılırken kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin ve sorumluluğun düzenlenmesi yatırımcının korunması açısından olumlu gelişmelerdir. Ancak kitle fonlaması platformları aracılığıyla fon toplayanların Sermaye Piyasası Kanunu tarafından halka açık anonim şirket tanımından çıkarılması ve bu açıdan sermaye piyasası mevzuatının yatırımcının korunmasına ilişkin getirdiği düzenlemelerden yararlanamaması, yatırımcının tam olarak korunamaması anlamına gelebilir. Kitle fonlaması platformları yoluyla finansman sağlayan girişim şirketlerinin sermaye piyasası aracı ihracına oranla daha küçük yatırımlarla gelişme gösterecek şirketler olması gerekçesiyle ve hızlı bir gelişme gösterebilmeleri amacıyla Sermaye Piyasası mevzuatının sıkı kuralları dışında bırakıldığı belirtilmiştir. Ancak kitle fonlaması platformları aracılığıyla fon toplayanların halka açık anonim şirketlere uygulanacak hükümlerin dışında tutulması, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk açısından ve bu yükümlülüğün ihlali için Sermaye Piyasası Kanunu’nun getirdiği yaptırımların kitle fonlaması ile finansman sağlayan girişim şirketlerine



uygulanamayacağını göstermektedir. Kanaatimizce Sermaye Piyasası Kanunu'nun kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu düzenleyen 32. maddesinin kitle fonlaması yoluyla fon toplayan girişim şirketleri açısından uygulanması da mümkündür. Zira girişimci şirketin Tebliğ kapsamında yaptığı açıklamalar birer kamuyu aydınlatma belgesi niteliği taşır. Yine, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 35/A maddesine eklenen altıncı fıkrasıyla birlikte kitle fonlaması işlemlerine ilişkin hazırlanan bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişilerin bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsil sorumluluğunu düzenlenmiştir. Bu hükümlerle birlikte kitle fonlaması işlemleri açısından kamuyu aydınlatmadan kaynaklanan sorumluluk halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatmadan kaynaklanan yükümlülüğüne yaklaştırılmıştır. Ancak açıklanacak bilgilerin mahiyeti ve şekli açısından Tebliğ'de sermaye piyasası mevzuatına göre çok hafif düzenlemeler yapıldığı görülür. Bu bakımdan yatırımcıların yeterince bilgilendirilememesi veya bilgilerin yanlış, eksik, temelsiz veya abartılı olması halinde yatırımcının yeterince korunamamış olmasından söz edilebilir.



### Kısaltmalar:

- C.:** Cilt  
**Dn.:** Dipnot  
**F.:** Fıkra  
**JOBS:** Jumpstart Our Business Act  
**KAP:** Kamuyu Aydınlatma Platformu  
**m.:** madde  
**No.:** Numara  
**s.:** sayfa  
**S.:** Sayı  
**s.e.t.:** Son Erişim Tarihi  
**SE:** Securities Act  
**SEC:** Securities and Exchange Commission  
**V.:** Volume  
**vd.:** ve devamı

### Yararlanılan İnternet Kaynakları:

- Donorschoose, <<https://www.donorschoose.org/>> s.e.t. 15.12.2019.
- Fonbulucu, <<https://www.fonbulucu.com/>> s.e.t. 15.12.2019.
- Global Giving, <<https://www.globalgiving.org/>> s.e.t. 15.12.2019.
- <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>>, s.e.t. 30.01.2020.
- Kickstarter, <<http://www.kickstarter.com/>>, s.e.t. 15.12.2019.
- Kickstarter, Veronica Mars Movie Project, <<https://www.kickstarter.com/projects/559914737/the-veronica-mars-movie-project/description>> s.e.t. 05.02.2020.
- Kiva <<https://www.kiva.org/>>, s.e.t. 15.12.2019.
- LUO, Michael (2008), 'Small Online Contributions Add Up to Huge Fundraising Edge for Obama', **New York Times** <<http://www.nytimes.com/2008/02/20/us/politics/20obama.html>>, s.e.t. 02.02.2020.
- Proposal For a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) For Business, 08.03.2018, Explanatory Memorandum, s. 1, <[https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:0ea638be-22cb-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0003.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:0ea638be-22cb-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF)>, s.e.t. 12.12.2019. (Proposal)





## KAYNAKLAR<sup>81\*</sup>

ADHIKARY Bishnu Kumar / KUTSUNA, Kenji / HODA, Takahaki (2018), **Crowdfunding- Lessons from Japan's Approach**, Springer Publishing, Kobe, Japan.

AKBULAK Sevinç/AKBULAK Yavuz (2004), **Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, Beta Yayınevi, İstanbul.

ARNOLD Martin (2002), 'Silent Partnership in Japan and Germany', **Zeitschrift Für Japanisches Recht**, S. 13., s. 210-216.

BRADFORD Steven (2012) 'Crowdfunding and the Federal Securities Laws', **Columbia Business Law Review**, V. 1, s. 1-150.

CEYLAN Çiğdem (2019), **Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı.

CUNNINGHAM William Michael (2016), **The JOBS Act Crowdfunding Guide To Small Businesses And Startups**, Apress Publishing, Maryland, USA.

DANMAYR Florian (2014), **Archetypes of Crowdfunding Platforms**, Gabler Verlag, Steyr, Austria.

DARIAN M. Ibrahim (2015), 'Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?', **100 Minnesota Law Review**, s. 561-607.

FUJITA Tomotaka (2013), 'De-codification" of the Commercial Code in Japan', **UT Soft Law Review**, 2012/5, s. 1-12.

GETTY Paul M./GUPTA, Dinesh/KAPLAN, Robert R. (2015) **Regulation A+ How the JOBS Act Creates Opportunities for Entrepreneurs and Investors**, Apress Publication, California, USA.

GIERCZAK Michael M. (2016), 'Crowdfunding: Outlining the New Era of Fundraising', **Crowdfunding in Europe - State of the Art in Theory and Practice**, (Edt.: BRÜNTJE, Dennis / GAJDA, Oliver), Springer International Publishing, Switzerland, s. 7-23.

İHTİYAR Mustafa (2006), **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, Beta Yayınları, İstanbul.

81 \* Aynı yazarın birden çok eserinin kullanılmış olması halinde, yazarın eserine verilen kısa ad, eserin yanında parantez içinde belirtilmiştir.

KALENDER Emre (2017), **Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Bilgi Alma Hakkı**, Yetkin Yayınları, Ankara.

KARA M. Sencer (2015), 'Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk', **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 23, S. 2, s. 131-172.

KARABABA Serdar (2001), **Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması**, Seçkin Yayınları, Ankara.

KARASU Rauf (2005), 'Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı', **BATİDER**, C. XXIII, S. 2, s. 73-114.

KAYA Arslan (2001), **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.

KESKİN Mustafa (2018), **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü**, On iki Levha Yayınları, İstanbul.

MANAVGAT Çağlar (2016), **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara. (Halka Arz)

MANAVGAT Çağlar (2019), 'Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması', **Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan**, İstanbul, On İki Levha Yayınları, s. 765-786. (Kitle Fonlaması)

MERAL Nevin (2019), 'Türk ve ABD Hukukunda Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumlulukta Zararın Doğduğu An', **Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XXIII, S. 2, s. 121-154.

PICHLER Flavio (2016), 'Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review', **Crowdfunding for SMEs - A European Perspective** (Edt.: BOTTIGLIA, Roberto / PICHLER, Flavio), The Palgrave Macmillan, London, United Kingdom, s. 5-43.

POPE Nikki (2011), 'Crowdfunding Microstartups: It's Time for the Securities and Exchange Commission to Approve a Small Offering Exemption', **University of Pennsylvania Journal Of Business Law**, V. 13:4.

TURAN Gökçen (2016), 'Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları', **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XX, S. 1, s. 191-231.

ÜNAL Oğuz Kürşat (1999), **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara. (Ortaklıklar)



ÜNAL Oğuz Kürşat (2005), **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, , Asil Yayın, Ankara. (Piyasa)

WORLDSEN John (2013) 'The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd', **Vanderbilt Journal of Entertainment & Technology Law** 583, V. 15, s. 10, <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2141015](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2141015)>, s.e.t. 10.12.2019.

YANLI Veliye (2005), **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, Beta Yayınları, İstanbul.