

ankara

HBM



ANKARA

HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA
İZAHNAMEDEN DOĞAN SORUMLULUK

Fevzi Fırat GÖZÜYEŞİL

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Rıza AYHAN

DOKTORA TEZİ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

HAZİRAN 2019

**SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA
İZAHNAMEDEN DOĞAN SORUMLULUK**

Fevzi Fırat GÖZÜYEŞİL

**DOKTORA TEZİ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

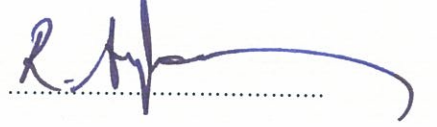
HAZİRAN 2019

Fevzi Fırat GÖZÜYEŞİL tarafından hazırlanan "Sermaye Piyasası Hukukunda İzahnameden Doğan Sorumluluk" adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ / ~~OY ÇOKLUĞU~~ ile Gazi Üniversitesi Özel Hukuk Ana Bilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman (Başkan): Prof. Dr. Rıza AYHAN

Özel Hukuk, Başkent Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Üye : Prof. Dr. İhsan ERDOĞAN

Özel Hukuk, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Üye : Prof. Dr. Hayrettin ÇAĞLAR

Özel Hukuk, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Üye : Prof. Dr. Mehmet ÖZDAMAR

Özel Hukuk, Kırıkkale Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Üye : Doç. Dr. Kürşat GÖKTÜRK

Özel Hukuk, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Tez Savunma Tarihi: 26.10.2019

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Doktora Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.



Prof. Dr. Figen ZAFİF

Enstitü Müdürü

ETİK BEYAN

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Fevzi Fırat GÖZÜYEŞİL

26.06.2019

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA İZAHNAMEDEN DOĞAN SORUMLULUK
(Doktora Tezi)

Fevzi Fırat GÖZÜYEŞİL

ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

Haziran 2019

ÖZET

Doktora tezinin konusu, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinde düzenlenen "İzahnameden Doğan Sorumluluk" müessesesidir. Düzenlemede, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden dolayı zarar gören yatırımcılara, tazminat davası imkânı tanınmıştır. İzahname, yatırımcıların ihraççı ve sermaye piyasası araçları ile alâkalı, yatırım kararı almalarında etkili olabilecek tüm bilgileri içerir. Kanun'un 10'uncu maddesi, izahname ile doğrudan bağlantısı olanları sınırlı şekilde belirlemiştir. Kanun'un 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasındaki düzenlemeye göre izahnameden doğan sorumluluğun izafe edilebileceği kimseler; ihraççı, halka arz eden, lider aracı kurum, varsa garantör veya ihraççının yönetim kurulu üyeleridir. İhraççının sorumluluğu bir tür kusursuz sorumluluktur; diğer sorumlular ise özen yükümlülüklerini yerine getirdiklerinden bahisle sorumluluktan kurtulabilirler. Bir başka ifade ile Kanun'da yer alan yatırımcının korunması noktasındaki katı düzenlemelere rağmen; muhtemel sorumluların sorumluluktan kurtulabilmelerinin de birtakım yolları bulunmaktadır.

Bilim Kodu : 51501
Anahtar Kelimeler : İzahnameden doğan sorumluluk, Sermaye piyasası hukuku,
Kamuyu aydınlatma ilkesi, İzahname
Sayfa Adedi : 302
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Rıza AYHAN

PROSPECTUS LIABILITY IN CAPITAL MARKET LAW

(Ph. D. Thesis)

Fevzi Fırat GÖZÜYEŞİL

ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY

GRADUATE SCHOOL FOR ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY

June 2019

ABSTRACT

The subject of the doctoral thesis is related to prospectus liability which is regulated in Article 10 of the Capital Market Law numbered 6362. In this legislative regulation, it is provided that an opportunity to investors to recover damages because of any inaccurate, misleading or incomplete statement contained in a prospectus. A prospectus contains all the material information required for the investor to have an investment decision relating to the issuer and the capital market instrument. Article 10 states the imposing liability only on limited defendants with a direct connection to a prospectus. The class of defendants subject to prospectus liability under Article 10/1 contains; issuer, offeror, the leader intermediary institution, guarantor if any, and members of the board of directors of the issuer. For an issuer, liability under Article 10/1 is nearly absolute; even he has no fault; on the other hand for others, a due diligence defense is available. In other words, despite the strict statutory structure about investor protection of the legislative regulation of the Article 10; there are several possibilities for dismissing claims that is available to defendants.

Science Code : 51501

Key Words : Prospectus liability, Capital market law, Disclosure principle, Prospectus

Page Number : 302

Supervisor : Prof. Dr. Rıza AYHAN

TEŞEKKÜR

Bu doktora tezi, 26/06/2018'da, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü'nde, Prof. Dr. Rıza AYHAN, Prof. Dr. İhsan ERDOĞAN, Prof. Dr. Mehmet ÖZDAMAR, Prof. Dr. Hayrettin ÇAĞLAR ve Doç. Dr. Kürşat GÖKTÜRK'ten müteşekkil jüri tarafından başarılı bulunarak oy birliği ile kabul edilmiştir.

Bu çalışmadaki harflerin, kelimelerin ve cümlelerin bir eser meydana getirmesinde, şükran borçlu olduğum pek çok kimse var; lâkin her birini anmak, şüphesiz ki akademik teamüllere aykırı olacaktır.

Tez danışmanım ve hocam Prof. Dr. Rıza AYHAN'a, kıymetli vakitlerini cömertçe bana ayırdıkları; yol gösterici ve bilgece yaklaşımları için teşekkürü bir borç bilirim. Bir diğer teşekkür borcum da, hocam Prof. Dr. Oğuz Kürşat ÜNAL ve hocam Prof. Dr. Duran ALTIPARMAK'adır. Meslek hayatımın başlangıcında ve devamında, destek ve alakalarını her zaman görmüş ve hissetmişimdir. Doktora tez konumun belirlenmesi safhasında ve akabinde, değerli görüşlerini her zaman benimle paylaşan; kendileriyle uzun uzun tez konusu ile ilgili tartışma fırsatı bulduğum Sn. hocam Doç. Dr. Kürşat GÖKTÜRK'e de içtenlikle teşekkür ederim.

Değerli nasihatleri ve tenkitleri ile her daim alakalarını hissettiğim hocalarım Prof. Dr. İhsan ERDOĞAN, Prof. Dr. Mehmet ÖZDAMAR ve Prof. Dr. Hayrettin ÇAĞLAR'ı da şükranla anıyorum. Birçok konuda yardımlarını esirgemeyen çalışma arkadaşım Dr. Esra KAŞAK'a ve özellikle yabancı kaynakların temini noktasında katkılarını gördüğüm meslektaşlarım Dr. Fahri Erdem KAŞAK, Derviş KOÇ ve Aybüke DEMİR'e de teşekkür ederim.

Bu noktada, yurtdışı çalışmalarımı kendilerinin himayesinde gerçekleştirdiğim Köln Üniversitesi'nden Prof. Barbara Grunewald'ı özellikle zikretmem gerekir. Kendileri son derece anlayışlı ve yardımsever bir yaklaşımla benimle ilgilenmişler; kurumlarının birçok imkânını şahsıma sunmuşlardır. Araştırmalarımız için Almanya'da bulunduğumuz esnada, en ufak sorunumuz için dahi seferber olan, birçok kıymetli anı biriktirdiğimiz; Köln Türk toplumunun mümtaz şahsiyetlerinden Sn. Cevdet YAVUZ, Sn. Yaşar ÇAM ve arkadaşlarına şükranlarımı sunarım.

Şüphesiz ki en büyük teşekkürü, bu noktada insanın ailesi hak eder. Bu noktada, annem, babam ve kendilerine ayırmam gereken vaktin önemli bir kısmını bu doktora tezine ayırdığım eşim ve oğluma da minnettarım.

Ben liseyi Adana Anadolu Lisesinde, üniversiteyi Ankara Hukuk Fakültesinde okudum; lisansüstü öğrenimimi ise Gazi ve Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitelerinde tamamladım. Türkiye Cumhuriyeti Devleti, sadece başarılı olduğum için beni en iyi

okullarında okuttu. Kredi, yurt, burs istedim; verdi. Bu tezin yazılması amacıyla da, Almanya'daki araştırmalarım, 2214/A Araştırma Burs Programı kapsamında TÜBİTAK tarafından desteklendi.

Bu nedenledir ki, TÜBİTAK ve yetkililerine teşekkür etmekle beraber; Devlete ve Milletime bir teşekkürden ziyade, vakfedilecek bir ömür borcum olduğu kanaatindeyim.

Haziran 2019
Mamak, ANKARA



İÇİNDEKİLER

| | Sayfa |
|-------------------|-------|
| ÖZET | iv |
| ABSTRACT..... | v |
| TEŞEKKÜR..... | vi |
| İÇİNDEKİLER | viii |
| KISALTMALAR..... | xv |
| GİRİŞ | 1 |

BİRİNCİ KISIM

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ VE BİR KAMUYU AYDINLATMA BELGESİ OLARAK İZAHNAME

| | |
|---|----|
| 1.1. Sermaye Piyasası ve Sermaye Piyasası Hukuku..... | 7 |
| 1.1.1. Sermaye ve Piyasa Kavramları..... | 7 |
| 1.1.1.1. Sermaye..... | 7 |
| 1.1.1.2. Piyasa | 8 |
| 1.1.2. Sermaye Piyasası | 10 |
| 1.1.2.1. Sermaye Piyasalarının Tarihî Gelişim Süreci | 11 |
| 1.1.2.1.1. Sermaye Piyasalarının Dünyadaki Tarihî Gelişim Süreci..... | 12 |
| 1.1.2.1.2. Sermaye Piyasasının Türkiye’deki Tarihî Gelişim Süreci | 13 |
| 1.1.2.2. Sermaye Piyasasının Önemi | 17 |
| 1.1.3. Sermaye Piyasası Hukuku | 20 |
| 1.1.3.1. Sermaye Piyasası Hukuku Nev’i Şahsına Münhasır Bir Hukuk Dalıdır | 21 |
| 1.1.3.2. Sermaye Piyasası Hukuku Bir İlkeler Bütününden Müteşekkildir | 23 |
| 1.1.3.2.1. Yatırımcının Korunması İlkesi..... | 23 |
| 1.1.3.2.2. Kurumsal Yönetim İlkeleri..... | 25 |

| | |
|--|----|
| 1.1.3.2.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesi | 30 |
| 1.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesine Dair Esaslar..... | 31 |
| 1.2.1. Teorik Arka-Plan: Asimetrik Bilgi Sorunu | 31 |
| 1.2.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Ortaya Çıkışı ve Tekâmül Serüveni..... | 35 |
| 1.2.2.1. İngiliz Hukuku | 35 |
| 1.2.2.2. Amerika Birleşik Devletleri Hukuku | 38 |
| 1.2.2.3. Kara Avrupası Hukuku | 41 |
| 1.2.2.4. Türk Hukuku..... | 45 |
| 1.2.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Tanımı ve Mahiyeti..... | 49 |
| 1.2.3.1. Tanım | 49 |
| 1.2.3.2. İlgili Çevresi..... | 52 |
| 1.2.3.2.1. Yatırımcılar | 53 |
| 1.2.3.2.2. İç Paydaşlar | 55 |
| 1.2.3.2.3. Dış Paydaşlar..... | 57 |
| 1.2.3.2.4. Kamu ve Genel İktisadî Düzen | 58 |
| 1.2.3.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesi Çerçevesinde Açıklanacak Bilginin Özellikleri | 60 |
| 1.2.3.3.1. Gerçeklik (Doğru ve Dürüst Görünüm Verme) | 61 |
| 1.2.3.3.2. Tam (Eksiksiz) Olma | 63 |
| 1.2.3.3.3. Anlaşılabilir Olma | 64 |
| 1.2.3.3.4. Tarafsızlık..... | 65 |
| 1.2.3.3.5. Mukayese Edilebilir Olma | 66 |
| 1.2.3.3.6. Bağımsız Denetimden Geçmiş Olma | 67 |
| 1.2.3.4. Bilgi Taşkınılığı | 69 |
| 1.2.4. Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile Bilgi Alma ve İnceleme Hakkının Karşılaştırılması..... | 73 |
| 1.2.5. Zorunlu Kamuyu Aydınlatma Anlayışına Karşı Yöneltilen Tenkitler | 75 |

| | |
|--|-----|
| 1.2.5.1. Tenkitler | 75 |
| 1.2.5.2. Tenkitler Hakkındaki Görüşlerimiz | 79 |
| 1.2.6. Kamuyu Aydınlatma Belgeleri | 85 |
| 1.3. Bir Kamuyu Aydınlatma Belgesi Olarak İzahname | 88 |
| 1.3.1. Kanunî Tanım | 88 |
| 1.3.2. İzahname Hazırlama Yükümlülüğü | 89 |
| 1.3.2.1. İzahnamenin Konusu: Sermaye Piyasası Araçları | 89 |
| 1.3.2.1.1. Sermaye Piyasası Araçlarının Türleri | 94 |
| 1.3.2.2. Halka Arz ve Borsada İşlem Görme | 121 |
| 1.3.2.2.1.Halka Arz | 122 |
| 1.3.2.2.2.Borsada İşlem Görme | 125 |
| 1.3.2.2.3.İzahname Hazırlama Muafiyeti | 126 |
| 1.3.3. İzahnamenin Şekli ve İçeriği | 127 |
| 1.3.3.1.İzahnamenin Şekli..... | 128 |
| 1.3.3.2. İzahnamenin İçeriği | 130 |
| 1.3.3.2.1. İzahnameden Sorumlu Olacak Kimseler | 131 |
| 1.3.3.2.2. İzahnamenin Özeti..... | 132 |
| 1.3.3.2.3. İhraççıya Dair Kurumsal Bilgiler | 133 |
| 1.3.3.2.4. Finansal Bilgiler | 134 |
| 1.3.3.2.5. Sermaye Piyasası Aracına Dair Bilgiler | 136 |
| 1.3.3.2.6. Risk Faktörleri..... | 137 |
| 1.3.3.2.7. Kâr Tahminleri ve Beklentiler..... | 137 |
| 1.3.3.2.8. İlişkili Taraf İşlemleri..... | 138 |
| 1.3.3.2.9. Önemli Sözleşmeler | 139 |
| 1.3.3.2.10. Halka Arz ve Borsada İşlem Görmeye Dair Hususlar | 140 |
| 1.3.3.3. Kural Olarak Açıklanması Gereken Bir Bilgiye Yer Vermemenin Şartları..... | 140 |

| | |
|--|-----|
| 1.3.3.4. İzahnamede Yapılan Atıflar | 143 |
| 1.3.4. İzahnamenin Tasdiki | 143 |
| 1.3.4.1. Başvuru ve Kurulun İnceleme Yetkisi | 144 |
| 1.3.4.2. Kurula Başvurunun Neticesi | 145 |
| 1.3.5. İzahnamenin Yayınlanması ve İlânı | 146 |
| 1.3.6. İzahnamenin Geçerlilik Süresi..... | 148 |
| 1.3.7. İzahnamenin Hukukî Niteliği | 149 |

İKİNCİ KISIM

SORUMLULUĞA DAİR ESASLAR

| | |
|--|-----|
| 2.1. Mukayeseli Hukuk Bakımından Müesseseye Genel Bakış | 155 |
| 2.1.1. Amerika Birleşik Devletleri | 155 |
| 2.1.2. Avrupa | 160 |
| 2.1.2.1. İngiltere | 160 |
| 2.1.2.2. Almanya | 162 |
| 2.1.2.3. Avrupa Birliği | 164 |
| 2.1.2.4. Müessesenin Türk Hukukundaki Düzenlenişi | 167 |
| 2.1.2.4.1. 2499 Sayılı Kanun Dönemi | 167 |
| 2.1.2.4.2. 6362 Sayılı Kanun Dönemi | 170 |
| 2.2. Dereceli Sorumluluk Sistemi ve Sorumluluğun İzafe Edilebileceği Kimseler..... | 171 |
| 2.2.1 Dereceli Sorumluluk Sistemi..... | 172 |
| 2.2.2. Sorumluluğun İzafe Edilebileceği Kimseler | 174 |
| 2.2.2.1. İhraççı | 174 |
| 2.2.2.1.1. Tüzel Kişiler | 175 |
| 2.2.2.1.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Tâbi Yatırım Fonları..... | 179 |
| 2.2.2.1.3. İhraççı Sayılanlar..... | 180 |

| | |
|--|-----|
| 2.2.2.1.4. Gayrinizamî İzahname | 184 |
| 2.2.2.2. Halka Arz Eden..... | 185 |
| 2.2.2.3. Lider Aracı Kurum..... | 187 |
| 2.2.2.4. Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri | 188 |
| 2.2.2.4.1. Halka Arza Aracılık Sözleşmesinin Türleri | 188 |
| 2.2.2.4.2. Halka Arza Aracılık Sözleşmesinin Hukukî Niteliği | 191 |
| 2.2.2.4.3. Aracılık Konsorsiyumu ve Lider Aracı Kurum Kavramı..... | 193 |
| 2.2.2.4.4. Aracı Kuruluş Sorumluluğunun Nazarî Temelleri | 194 |
| 2.2.2.5. Garantör | 198 |
| 2.2.2.6. İhraççının Yönetim Kurulu Üyeleri | 201 |
| 2.2.2.7. SerPK m. 10/1 Bağlamında Olmaksızın Kendilerine Sorumluluk İzafe Edilebilecek Kimseler | 203 |
| 2.2.2.7.1. İzahnamede Yer Alan Raporları Hazırlayan Kişi ve Kuruluşlar | 204 |
| 2.2.2.7.2. İhraççının Yöneticileri ve Fiilî Organlar | 207 |
| 2.2.2.7.3. Sermaye Piyasası Kurulu | 208 |
| 2.3. Sorumluluğun Şartları | 209 |
| 2.3.1. Hukuka Aykırılık..... | 209 |
| 2.3.1.1. İzahnamede Yer Alan Yanlış Bilgiler | 210 |
| 2.3.1.2. İzahnamede Yer Alan Yanıltıcı Bilgiler | 210 |
| 2.3.1.3. İzahnamede Yer Alan Eksik Bilgiler | 211 |
| 2.3.2. İlliyet Bağı | 212 |
| 2.3.2.1. Genel Olarak İlliyet Bağı Kavramı | 212 |
| 2.3.2.2. İzahnameden Doğan Sorumluluk Bağlamında İlliyet Bağı | 214 |
| 2.3.2.2.1. İşlem ve Zarar Nedenselliği Kavramları | 214 |
| 2.3.2.2.2. Sermaye Piyasasının Nev'i Şahsına Münhasır Yapısı Karşısında İlliyet Bağı | 218 |
| 2.3.2.3. Merî Mevzuat Dairesinde İlliyet Bağı | 219 |

| | |
|---|-----|
| 2.3.2.3.1. Genel Bakış | 219 |
| 2.3.2.3.2. İlliyet Bağı Karinesi (SerPK m. 32/4) | 220 |
| 2.3.2.3.3. İlliyet Bağının Bulunmadığına Dair Kurtuluş Beyyineleri | 222 |
| 2.3.3. Zarar..... | 227 |
| 2.3.3.1. Genel Olarak Zarar Kavramı | 227 |
| 2.3.3.2. İzahnameden Doğan Sorumluluk Bakımından Zarar Teorileri | 228 |
| 2.3.3.2.1. Sermaye Piyasası Araçlarının Satın Alınması ile Oluşan Farazî Zarar Görüşü | 228 |
| 2.3.3.2.2. Fiiî (İktisadî) Zarar Görüşü | 230 |
| 2.3.3.3. Pozitif Hukuk Bakımından Zarar | 231 |
| 2.3.3.3.1. Farklı İhtimaller Dairesinde Zararın Varlığı | 232 |
| 2.3.3.3.2. Tazminat | 235 |
| 2.3.4. Kusur | 239 |
| 2.3.4.1. İhraççının Sorumluluğunda Kusur | 240 |
| 2.3.4.2. İkinci Dereceden Sorumlular Bakımından Kusur | 242 |
| 2.3.4.2.1. Genel Olarak | 242 |
| 2.3.4.2.2. İkinci Dereceden Sorumluların Özen Yükümlülüğüne Uygun Davrandıklarına Dair Savunmaları (<i>Due Dilligence Defence</i>) | 243 |
| 2.4. Sorumluluğun Sınırlandırılması ve Kaldırılması | 252 |
| 2.5. Zamanaşımı | 253 |
| 2.6. İzahnameden Doğan Sorumluluğun Hukukî Niteliği | 254 |
| 2.7. Usul Hukuku Bakımından İzahnameden Doğan Sorumluluk..... | 257 |
| 2.7.1. Doğan Sorumluluk Davasının Niteliği | 258 |
| 2.7.2. Dava Şartları | 260 |
| 2.7.3. Taraflar | 261 |
| 2.7.3.1. Davacı | 262 |
| 2.7.3.2. Davalı | 265 |

| | |
|--|-----|
| 2.7.4. Görevli ve Yetkili Mahkeme | 266 |
| 2.7.4.1. Görevli Mahkeme | 266 |
| 2.7.4.2. Yetkili Mahkeme | 268 |
| 2.7.5. Tahkim..... | 269 |
| 2.7.6. Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yolları | 272 |
| SONUÇ..... | 277 |
| KAYNAKLAR | 283 |
| ÖZGEÇMİŞ | 301 |



KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

| Kısaltmalar | Açıklamalar |
|--------------------|--|
| AB | : Avrupa Birliği |
| an. | : Andıç (not, layiha) |
| Art. | : Article |
| BATİDER | : Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi |
| BGB | : Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGH | : der Bundesgerichtshof |
| bkz. | : Bakınız |
| BörsG | : Börsengesetz |
| C. | : Cilt |
| CAO | : Chief Administrative Officer |
| CEO | : Chief Executive Officer |
| CFO | : Chief Financial Officer |
| Çev. | : Çeviren |
| dn. | : Dipnot |
| Ed. | : Editör |
| FSMA | : Financial Services and Markets Act 2000 |
| H. | : Heft |
| HGB | : Handelsgesetzbuch |
| İDMK | : İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler |
| İİBF | : İktisadî ve İdarî Bilimler Fakütesi |
| İsv. BK | : İsviçre Borçlar Kanunu |
| İTMK | : İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler |
| İYUK | : İdari Yargılama Usul Kanunu |
| KAP | : Kamuyu Aydınlatma Platformu |
| m. | : Madde |
| MiFID | : Markets In Financial Instruments Directive |
| n. | : Kenar numarası |
| N. | : Number/Nummer |
| No. | : Numara |
| OECD | : The Organisation for Economic Co-operation and Development |
| PSLRA | : The Private Securities Litigation Reform Act of 1995 |
| R. G. | : Resmi Gazete |
| Sch. | : Schedule |
| Sec. | : Section |
| SerPK | : Sermaye Piyasası Kanunu |
| SPK | : Sermaye Piyasası Kurulu |
| TBK | : Türk Borçlar Kanunu |

Kısaltmalar**Açıklamalar**

| | |
|--------------|---------------------------------------|
| TDK | : Türk Dil Kurumu |
| The Act 1933 | : The Securities Act of 1933 |
| The Act 1934 | : The Securities Exchange Act of 1934 |
| TMS | : Türkiye Muhasebe Standartları |
| TTK | : Türk Ticaret Kanunu |
| TTSG | : Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi |
| UCC | : Uniform Commercial Code |
| vd. | : Ve devamı |
| VDMK | : Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler |
| VerkprospG | : Verkaufsprospektgesetz |
| VermAnlG | : Vermögenanlagengesetz |
| VTMK | : Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler |
| WpPG | : Wertpapierprospektgesetz |
| Vol. | : Volume |

GİRİŞ

İktisadî liberalizmin, başlıca tatbikî tezahürlerinden olan serbest piyasa ekonomisinde, sermayeyi temin edebilmek ve bunu çeşitli yatırım yahut girişimlere aktarabilmek, hayatî bir meseledir. Özellikle büyük ölçekli yatırım ve girişimler için lâzım olan sermayenin temini ve tahsisi, ekseriyetle şirket formunda teşkilatlanmış girişimciler için önemli bir sorun alanıdır. Şirketler veya işletmelerin, yeni girişimler gerçekleştirebilmesi için gerekli olan finansman, elde ettikleri kârlara bağlı olarak biriken özkaynaklar ile dışarıdan temin edilen çeşitli borç ve kredilerden sağlanabilecektir. Finansman meselesinin özkaynaklardan çözülmesi, çoğu kez mümkün değildir; mümkün olduğunda ise de ekseriyetle kârlı ve verimli değildir. Borç ve kredilerin ise bankalardan faiz karşılığında temin edilmesini, alışlagelmiş bir usul olarak tavsif etmekle birlikte; bunlar çoğunlukla kısa vadeli borçlanmalar olup, yüksek faiz ve diğer maliyetlerle beraber düşünüldüğünde bunu cazip bir imkân olarak kabul etmek pek mümkün görünmemektedir.

Sermaye piyasası ise, finansman ihtiyacının daha az maliyetle karşılanması noktasında önemli bir alternatiftir. Maliyet konusundaki avantajların yanı sıra; hisse senetlerinin ihracıyla toplanan fonları iadesi için bir vade öngörülmemesi yahut borçlanma araçlarının ihracındaki vadelerin uzunluğu da, ihraççılar için önemli avantajlardır. Şirketler ve devlet tarafından, sermaye piyasalarının bu özellikleri son derece caziptir; lakin sistemin öngörüldüğü gibi işleyebilmesi için, öncelikle tasarrufların sermaye piyasasına aktarılması gerekir. Nitekim sermaye piyasalarının, mülkiyetin tabana yayılması ifadesiyle doktrine edilen; küçük ve orta büyüklükteki tasarruf sahiplerinin serbest piyasa ekonomisine dâhil ederek, halk için bir tür kazanç sağlama imkânı verdiği ifade edilmektedir. Mamâfih bu nazariyenin tatbike yansması için halkın tasarruf sahibi olması ve sermaye piyasasına yatırım kültürünü haiz olması şarttır. Bunların yanı sıra, tasarruflarını sermaye piyasasına aktarması arzu edilen yatırımcıların; piyasanın âdil, şeffaf ve dürüst bir şekilde işlediğine güvenmeleri gerekir. Bu güvenin tesisi için, yatırımcının korunması ve kamuyu aydınlatma ilkelerinden sâdır olan düzenlemelerden müteşekkil bir hukukî manzumenin varlığını zarurîdir. Doktora tezinde, bu manzumenin özel hukuk sahasındaki tezahürlerinden olan izahnameden doğan sorumluluk müessesesi inceleme konusu yapılmıştır¹.

¹ İzahnameden doğan sorumluluk, esasında bir kısaltmadır. Doktora tez konusunu teşkil eden müessesenin eksiksiz bir tanımı şu şekilde yapılabilir: “İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden doğan hukukî sorumluluk”.

Doktora tezi, iki esas kısımdan müteşekkildir. Birinci Kısım, tez konusu müessesenin kavrayışında dair lâzım olan nazarî, iktisadî, tarihî ve tatbikî esasları içerir. Bu esastan olmak üzere çalışmanın başlangıcında, sermaye ve piyasa kavramlarının lügat terimsel manalarından yola çıkılarak; sermaye piyasasının mahiyetine dair genel bir girizgâh yapılmıştır. Sermaye piyasası, sermayenin mündemiç olduğu sermaye piyasası araçları ile tedavüllerinin sağlandığı pazardır. Sermaye ve piyasa kavramlarına bağlı olarak, sermaye piyasasının mahiyetine dair yapılan açıklamalardan sonra; dünyada ve Türkiye’de sermaye piyasalarının kısa tarihi ele alınmıştır. Bu kısa tarih, modern sermaye piyasalarındaki cârî ilkeler ve esasların da; tatbikî temellerini teşkil eder. Bu noktada, hem batılı ülkelerde hem de Türkiye’de, sermaye piyasası araçlarına dair özelliklerin ilk defa tecessüm ettiği senetlerin; devletlerin savaşları finanse etmek için çıkarılan borçlanma araçları olduğuna dikkat çekilmiştir.

Sermaye piyasalarının tarihî gelişimi, bir anlamda yatırımcının korunması ve kamuyu aydınlatma ilkesinin de ortaya çıkış serüveni ile örtüşmektedir. Bu bakımdan, özellikle ABD ve İngiltere’de ilk tezahürleri görülen kamuyu aydınlatma ilkesi; hem yabancı ülke hukukları, hem de Türk hukuku bakımından tafsilatlı olarak ele alınmıştır. Yatırımcılar üzerinde, kamu otoritesinin bir tür vesayetinin söz konusu olduğu izin sistemi ile gündeme gelen yatırımcının korunması ilkesinin; yatırımcıları tam olarak bilgilendirme ve buna bağlı olarak kendi yatırım kararlarını verme noktasındaki hürriyetlerinin altı çizilen kamuyu aydınlatma ilkesine doğru tekâmülü, tarihî ve iktisadî hadiseler ile mülga ve merî hukukî düzenlemeler ile açıklanmaya çalışılmıştır. Amerika Birleşik Devletleri’nde, yatırımcılara mavi gökyüzünün satanlara karşı verilen sert ve yasaklayıcı mücadelenin; çürük yumurta <<rotten eggs>> kanunu olarak da bilinen 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ile yumurtaların çürük olduğunu bildirdikten sonra bunlar satmakta bir beis olmadığı şeklinde liberal anlayışın kabulüne kadar olan sürece değinilmiştir.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin bu özelliğinin altı çizilmelidir: Çürük olduğunu bildiğin bir yumurta şayet satın alınırsa, içinden çıkana razı olmak durumunda kalınır. İlke, yatırımcıyı bu tür satışlardan korumayı hedeflemez; ilke ile satıcılara, sattıkları yumurtalar hakkında tam ve gerçek bilgiyi arz etme yükümlülüğü yüklenir. Bu temel çıkış noktasından sonra, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde açıklanacak bilgileri mahiyetine değinilmiş; ilkenin mühim tezahürlerinden olan izahname hakkında, bu bilgilerin mahiyetine ve

özelliklerine de atfen birtakım açıklamalar yapılmıştır. İzahnamede açıklanacak bilgilerin mahiyeti ve özellikleri, aynı zamanda, Sermaye Piyasası Kanunu ve II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi'nde yer alan düzenlemeler dairesinde de incelenmiştir.

İkinci Kısım ise, “*Sorumluluğa Dair Esaslar*” başlığını taşımaktadır. Bu esaslara dair izahata başlarken; izahnameden doğan sorumluluk müessesesinin ABD, İngiliz, Alman ve Avrupa Birliği hukuklarında nasıl düzenlendiği inceleme konusu yapılmıştır. Bu incelemeler, büyük ölçüde aynı sistematik takip edilerek yapılmıştır. Sorumluluğun temel hukukî mesnedi, kimlere sorumluluk izafe edilebileceği, illiyet bağı, zarar ve kusurluluk ile alâkalı bilgiler, sorumluluk izafe edilebilecek kimselerin hangi kurtuluş imkânlarını haiz olduğu gibi hususlar bu bapta her ülke hukuku bakımından kısaca incelendiği gibi; Türk hukuku bakımından da doktora tezinin aslî konusu olarak, SerPK m. 10/1 bağlamında tafsilatlı olarak ele alınmıştır.

Doktora tezinin esaslı muhtevasını teşkil eden, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na dair açıklamalar ise; Kanun'un sistematığıne bağlı kalınarak, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden dolayı muhtemel sorumluların tarifleri ile başlamıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasında yer alan düzenlemeye göre; ihraççı, halka arz eden, lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri, sorumluluğun izafe edileceği kimselerdir. Bu kimseler ile alâkalı ayrıntılı açıklamalar yapılmış; bunların sorumluluklarının kapsamı ve hukukî mesnedi de; öğretilerde serdedilen bazı görüşler de değerlendirilmek suretiyle ele alınmıştır. Bu bakımdan, muhtemel sorumlular, geniş kapsamlı açıklamalarla ele alınmaya çalışılmış; tatbikatta söz konusu olabilecek tereddütler dairesinde bazı teklifler ve değerlendirmeler yapılmıştır.

Bu noktada şunu ifade etmek gerekir ki; muhtemel sorumlular bakımından, doktora tezinin kapsamı, SerPK m. 10/1'de ihdas edilen sorumluluk rejimi ile sınırlıdır. Düzenlemede zikredilenler dışında; SerPK m. 10/2'de bağlamında sorumlulukları düzenlenen bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları tezin kapsamı dışındadır; ayrıca, genel hükümlere göre sorumlu olabilecekler de tezin aslî inceleme konusu değildir. Bununla birlikte, bu kimselerin de hangi esaslar dairesinde sorumlu olacaklarına, çalışmanın nazarî bütünlüğü bakımından değinmek gerekmiştir. Bunların yanı sıra, SerPK m. 10 kapsamında sorumlulukları öngörülmeleyen ihraççının yöneticileri ve

fiilî organları hakkında da birtakım değerlendirmeler ve önerilerimiz söz konusu olmuştur. Keza çalışmanın bütünlüğü açısından, Sermaye Piyasası Kurulunun idarî sorumluluğuna da kısaca değinmek gerekmiştir.

Doktora tezinin ikinci kısmındaki mühim alt başlıklardan biri; “izahnameden doğan sorumluluğun şartları”dır. Bu bapta, haksız fiil teorisindeki sistematikten yararlanılarak; hukuka aykırılık, illiyet bağı, zarar ve kusurluluk ayrı ayrı incelenmiştir. Hukuka aykırı fiil, SerPK m. 10/1’de tarif edilmiştir; buna göre, izahnamede yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere yer verilmiş olması, hukuka aykırılığın gerçekleşmesi için gerekli ve yeterlidir. Sorumluluğun ikinci şartı ise, hukuka aykırı fiil ile zarar arasındaki illiyet bağının varlığıdır. Borçlar hukuku genel hükümler kitaplarında, tabii olarak zarar kavramı, illiyet bağından önce yer almaktadır. Doktora tezindeki bu farklılaşmanın sebebi, izahnameden doğan sorumluluk müessesesinin ve sermaye piyasasının nev’i şahsına münhasır yapısından kaynaklanır. Bir zararın varlığını yahut hesaplanabilmesini kolay kılmak adına; illiyet bağına dair tarihî gelişmeleri ve bugün büyük ölçüde kabul edilen esasları öncelikle incelemeyi gerektirmiştir. İlliyet bağı teorilerinin sermaye piyasasına uygunluğu ve uygun illiyet bağı teorisinin kurucu ve sınırlayıcı işlevlerini sermaye piyasası bakımından öncelikle ele almak; zarara dair tatbikî değerlendirme ve izahat açısından bir bakıma kaçınılmaz olmuştur.

Sermaye piyasası hukukunda ve izahnameden doğan sorumluluk davalarında, illiyet bağına ispat yükünün yatırımcı lehine hafifletilmesi yahut kaldırılması, genellikle kabul gören bir yaklaşımdır. Asıl mesele ise, ispat yükünün ne derece kolaylaştırılacağı veya kaldırılıp kaldırılmayacağıdır. Bir başka ifade ile illiyet bağı özelinde, yatırımcının korunması ilkesi ile hukukun genel ilkeleri arasındaki dengenin nasıl sağlanacağı önemli bir meseledir. Bir diğer mühim mesele de, yatırımcının illiyet bağına ispat yükünü, illiyet bağı karinesi yahut içtihat hukukunda söz konusu olacak kararlar gibi uygulamalarla kaldırmak, yatırımcıya adeta bir tür garanti yahut sigorta koruması sağlayabilecek olmasıdır. Bu bağlamda ifrata yahut tefrite kaçmayacak; hem yatırımcıyı korumaya matuf, hem de hukuk kaidelerini ötelemeyecek bir anlayışın gerekliliğine dikkat çekilmiştir.

Zarar, sorumluluğun bir başka şartıdır. İzahnameden doğan sorumluluk bakımından; somut ve güncel zararın, bir başka ifade ile malvarlığındaki eksilmenin, zarar olarak kabulü söz konusudur. Bununla birlikte, özellikle zararın doğum anı ile alâkalı farklı

görüşler de ileri sürülmüştür. Bu görüşlere katılmak yahut katılmamak gibi bir tercihten ziyade; bu kapsamda ileri sürülen görüşleri, sermaye piyasasının meselelerine çözüm getirmek adına incelemek tercih edilmiştir. Zararın, sermaye piyasası aracının yatırımcı tarafından satın alınması anında doğacağı görüşüne karşı; Türk hukukunda da cârî olan, zararın malvarlığındaki gerçek ve somut eksilme ile gerçekleşeceği görüşü değerlendirilmiştir. Bu iki görüş ile alâkalı, ABD hukukunda özellikle menkul kıymet dolandırıcılığı kapsamındaki tartışmalar; tafsilatlı olarak incelenmiştir.

Sorumluluğun son şartı ise kusurdur. Kusur, hukuk düzeni tarafından zemmedilen ve kınanan davranışlardır. İzahnameden doğan sorumluluk, bir tür kusur sorumluluğudur. Bu genel kaidenin hukukî bakımdan istisnasını, ihraççının kusursuz sorumluluğu teşkil eder. Öğretide farklı görüşler ileri sürülmüşse de; genel kabul, ihraççının kusursuz sorumlu olduğu yönündedir. İhraççı dışında, SerPK m. 10/1’de zikredilen her bir sorumlunun, kusurları ve bunların mahiyeti, olan ve olması gereken hukuk bakımından ele alınmıştır. Bu sorumluların kusurları ile alâkalı olarak öğretide iler sürülen görüşler değerlendirilmiş; sorumluluğu tevlit etmeye müsait kusur dereceleri incelenmiştir. Öğretide, muhtemel sorumlulardan bazılarının sorumluluklarının hafifletilmesi; bazılarının ise kusursuz sorumluluğa tâbi olması gerektiği ileri sürülmüştür. Bu bapta kanaatlerimizi doğrultusunda; hangi sorumlunun hangi tür ve derecedeki kusurlarının sorumluluğa yol açacağı ifade edilmiştir.

Doktora tezinin ikinci kısmında, sorumluluğun şartlarının akabinde; zamanaşımı, sorumluluğun kaldırılması ve sınırlandırılması ile medenî muhakeme hukuku meseleleri de incelenmiştir. Sorumluluğun sınırlandırılması ve kaldırılması, yabancı hukuklarda olduğu gibi Türk hukukunda da yasaklanmıştır. İzahnameden doğan sorumluluk davasının, hangi mahkemede ve hangi esaslara göre görüleceği bu bapta ayrıntılarıyla ele alınmış; devlet yargısı dışında, tahkim ve alternatif uyuşmazlık çözüm yolları ile alâkalı da birtakım izahata yer verilmiştir.



BİRİNCİ KISIM

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ VE BİR KAMUYU AYDINLATMA BELGESİ OLARAK İZAHNAME

1.1. Sermaye Piyasası ve Sermaye Piyasası Hukuku

İzahnameden doğan sorumluluk müessesesinin nazarî ve tatbikî esaslarını kavramak; sermaye piyasasının tarihî serüveni ve mahiyeti hakkında birtakım genel bilgilere sahip olmakla mümkün olabilecektir. Bu esastan olmak üzere, sermaye piyasası ve sermaye piyasası hukukunun esaslarına dair genel bir girizgâh, meselenin tam manasıyla idrâki bakımından faydalı olacaktır.

1.1.1. Sermaye ve Piyasa Kavramları

Sermaye piyasası, sermaye ve piyasa kelimelerinin, lügat anlamlarını yitirmeksizin araya gelmesiyle teşekkül etmiş bir tamlama mahiyetindedir. Bu bakımdan, sermaye piyasası mefhumuna dair izahata, sermaye ve piyasa kelimelerinin taşıdığı manalara değinmek suretiyle başlamak, kanaatimizce yerinde olacaktır.

1.1.1.1. Sermaye

Sermaye kavramı; iktisat, işletme, hukuk gibi farklı bilim veya disiplinlerde, farklı veçheleriyle tanımlanmış ve izah edilmiştir². Bunun yanı sıra kavram, günlük konuşma dilinde de sıkça kullanılmaktadır. Sermaye kavramının tanımı ve özellikleriyle alâkalı birtakım emârelere, mefhumun günlük dilde kullanılan ve akademik olmayan anlamından dahi yola çıkarak ulaşmak mümkündür. Hayat meşgalesi içerisinde, yeni bir iş kurmak,

² Sermaye kavramı, ticaret hukukçuları tarafından, ekseriyetle şirket sözleşmesinin unsurlarından biri olarak ele alınmış; bu esastan olmak üzere hangi değerlerin hangi tür şirketlerin kuruluşu için sermaye olarak kabul edilebileceği, bu sermayenin şirkete hangi usul ve esaslar dairesinde aktarılacağı gibi meseleler inceleme konusu yapılmıştır. İktisadî bilimler dairesinde ise, kavram hâlen tartışılmakta; bu tartışmalarda, müellifin kavrama bakışını büyük ölçüde siyasî ve iktisadî dünya görüşü etkilemektedir. Bu nedenle, mahiyetleri farklı pek çok tanım yapılmıştır. Bkz. **Ludwig Lachmann**, *Capital and Its Structure*, 1978, 1-19; **Geoffrey M. Hodgson**, “*What is Capital?*”, 2014. <http://vuh-la-risprherts.ac.uk/portal/files/7612884/906912.pdf> (Erişim: 25.12.2018).

Bununla birlikte tüm tanımların ortak noktası olarak “*sermaye*”nin, kazanç elde etme kabiliyetinin haiz olduğu ifade edilmektedir. Bkz. İktisadî Terimler Sözlüğü, Türk Dil Kurumu (Ankara 2011), 372.

dükkân veya tezgâh açmak isteyen kimse, öncelikle sermayeye ihtiyacı olduğunu ifade etmektedir. Burada kastedilen, çoğu zaman paradan başka bir şey değildir. Genel hayat tecrübesi gösterir ki, iktisadî hedef ne kadar mütevazı olursa olsun; emek mefhumunu bir yana bırakırsak, kazanç elde etmek için belirli bir iktisadî değeri bu amaca tahsis etmek şarttır. İşte tahsis edilen bu değer, sermaye olarak ifade edilebilir.

Sermaye piyasası bağlamında ise sermaye kavramının, sahiplenilebilme ve tedavül kabiliyeti ön plana çıkar³. Sermayeyi, kültürel, sosyal ve iktisadî sermaye olarak tasnife tâbi tutan *Bourdieu*; iktisadî sermayeyi açıklarken, bunun paraya tahvil edilebilmesi ve mülkiyet konusu olabilmesine dikkat çekmiştir⁴. Paraya tahvil edilebilmenin tabî bir neticesi de, sermayenin ölçülebilir olmasıdır. Buna mukabil, iktisadî karşılığı olan her varlık yahut değer, sermaye olarak addedilemez. Bir varlık veya değer sermaye olarak kabulü, sahiplenilebilme ve tedavül kabiliyetinin bahsettiği imkânla; yeni varlıklar ve değerler elde etmeye tahsis edilmiş olmasına bağlıdır. Bir başka ifade ile sermaye, bir ihtiyacın doğrudan karşılanması ya da bir başka ifade ile tüketim için değil; yeni servetler üretmek için kullanılan servet kısmıdır⁵. Fakat dikkatten kaçmamalıdır ki, sermayenin tedavül kabiliyetini ve yeni servetler için kullanılabilmesini, TBK m. 27 dairesinde ele almak; emredici hükümlere, ahlâka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı veya konusu imkânsız sözleşmelere konu olamayacağını ifade etmek gerekir.

Bu izahat dairesinde sermayenin, sermaye piyasasının mahiyetine münasip bir tanımını yapmak gerekirse; sermaye, kazanç elde etmeye tahsis edilmiş, sahiplenilebilme ve tedavül kabiliyeti sermaye piyasası araçlarında mündemiç olan iktisadî değerdir.

1.1.1.2. Piyasa

Piyasa, alıcı ve satıcıların, iktisadî değeri olan bir varlığın mübadelesi için bir araya geldikleri ortamdır. Bu ortamı, salt fizikî bir ortam olarak tasavvur etmemek gerekir; zira

³ **Thomas Piketty**, *Capital in the Twenty-First Century*, (İngilizce'ye çev. Arthur Goldhammer), London 2014, 46.

⁴ **Pierre Bourdieu**, “*The Forms of Capital*”, *Handbook of Theory and Research for the Sociology of Education*, (Ed. J. Richardson), New York 1986, 244.

⁵ **Halil Arslanlı**, *Anonim Şirketler I*, 2. Bası, İstanbul 1959, 4; **Oğuz Kürşat Ünal**, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı*, Ankara 2005, 1; **Halil Nadaroğlu**, “*Sermaye Piyasası, Para Piyasası ve Menkul Kıymetler Borsaları Arasındaki İlişkiler*”, *Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve Menkul Kıymetler Borsası'nın Rolü*, İstanbul 1968, 7. Nitekim Türk Ticaret Kanunu'nda, ticaret şirketlerine “*devrolunabilen ve nakden değerlendirilebilen her türlü değer*”in sermaye olarak konulabileceği ifade edilmiştir (m. 127/1-j).

alıcı ve satıcıların fizikî olarak bir araya gelmelerinden ziyade, iradelerinin karşılaşması esastır⁶. Bu noktada önemli olan, alıcı ile satıcının iradelerini buluşturan bir düzenin varlığıdır. Bu, bir hukukî düzenleme veya kurumsal yapı dairesinde olabileceği gibi; bunlar olmaksızın, kuralları zaman içinde ve kendiliğinden oluşan bir teşekkül olarak da tezahür edebilir. Bu geniş manası nazara alınır; piyasa mahiyetindeki teşekküllerin ilk ortaya çıkışı, ticari mübadelenin ortaya çıkışı ile eş zamanlıdır. Piyasa olarak ifade edebileceğimiz ilk oluşumun bulgularına, Babil ve çağdaşı olan Ortadoğu ve Akdeniz uygarlıklarında rastlanır⁷.

Piyasa kavramı ekseriyetle, birtakım tasnifler dairesinde incelenir. Güncel ve mühim bir tasnif, reel piyasalar ile finansal piyasalar ayrımına daıdır. Reel piyasalar, mal ve hizmet ile bunların üretim imkânlarının alım satımının gerçekleştiği piyasaları ifade eder⁸. Finansal piyasalar ise; finansal imkânların, hak ve alacaklar gibi iktisadî değerlerin mübadeleye konu olduğu piyasalardır⁹. Finansal piyasalarda, finansal hak ve imkânlar mübadeleye konu olur; böylece tasarruflar el değiştirerek, yatırım için gerekli birikim yoğunluğuna ulaşılır. Finansal piyasalar, para ve sermaye piyasalarından müteşekkildir¹⁰. Para piyasaları, kısa vadeli fon arz ve taleplerinin bir araya geldiği piyasalar¹¹ iken; sermaye piyasaları ise, uzun vadeli fon arz ve taleplerinin karşılaştığı piyasalardır¹². Bu noktada para piyasası, kısa vadeli ve derhâl kullanıma hazır nakit ihtiyaçlarını karşılarken¹³; sermaye piyasası, yatırım için gerekli olan finansmanı karşılar. Bunun gibi, kullanılan araçlar ve faiz oranları açısından da bazı farklılıklar söz konusudur¹⁴. Para piyasasının araçları, sermaye piyasasından farklı olarak; nakit, döviz, altın ve kambiyo senetleridir¹⁵.

⁶ Nitekim günümüz sermaye piyasalarında taraf iradelerinin, çoğu zaman elektronik ortamda karşılaşmaları söz konusudur. Bkz. **Manel Antelo/David Peon**, *Financial Markets*, New York 2012, 13.

⁷ **Mark Casson/John S. Lee**, “*The Origin and Development of Markets: A Business History Perspective*”, *Business History Review*, 85(1), (2011), 12; **Andreas M. Fleckner/ Klaus J. Hopt**, “*Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges*”, *Virginia Law and Business Review*, 7(3), (2013), 524.

⁸ **Tekin Memiş/Gökçe Turan**, *Sermaye Piyasası Hukuku*, Ankara 2015, 23.

⁹ **Selahattin Tuncer**, *Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama)*, İstanbul 1985, 3.

¹⁰ **Nadaroğlu**, 12; **Ünal**, *Sermaye Piyasası*, 2; **Memiş/Turan**, 23; **Tuncer**, 3.

¹¹ **Zeyyat Hatipoğlu**, *İşletme Finansına Giriş*, İstanbul 1997, 45; **Antelo/Peon**, 15; **Tuncer**, 8.

¹² **Muharrem Karşlı**, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, İstanbul 1994, 23; **Tuncer**, 10; **Sabih Arkan**, *Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimi*, Ankara 1976, 2.

¹³ **Erhan Kotar**, “*Sermaye Piyasası, Para Piyasası ve Menkul Kıymetler Borsaları Arasındaki İlişkiler*”, *Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve Menkul Kıymetler Borsası’nın Rolü*, İstanbul 1968, 23.

¹⁴ **Kotar**, 25; **Nadaroğlu**, 12 vd.

¹⁵ **Ünal**, *Sermaye Piyasası*, 2.

Piyasalar, tezgâhüstü ve teşkilatlanmış piyasaları olarak da tasnif edilmiştir. Kurumsal bir düzenleme çerçevesinde teşkilatlanmamış piyasalar, tezgâhüstü piyasalar olarak adlandırılır. Bu tür piyasalarda da birtakım kurallar vardır; fakat bu kurallar genellikle üstün bir otoritenin iradesi ile şekillenmemiştir. Bu nedenle tezgahüstü piyasa kuralları, kurumsal bir denetim mekanizması öngörmediği gibi; yaptırım gücü de zayıf olan kurallardır. Tezgâhüstü piyasalar, borsa kotuna üye olmayan kuruluşların, sermaye piyasasından finansman temin etme arayışlarına yanıt verebilmek adına uygulamada ortaya çıkmış; teknolojinin gelişmesiyle beraber yaygınlaşmış ve bunların işlem hacimleri artmıştır¹⁶. Bu tür piyasaları aynı zamanda, gri yahut kayıtdışı piyasalar olarak tarif etmekte de bir beis yoktur¹⁷. Hukukî ve kurumsal altyapısı olan piyasalar ise, teşkilatlanmış piyasalar olarak ifade edilir; teşkilatlanmış piyasaların başında ise borsalar gelir. Borsalar, menkul kıymetlerin belirli bir mekânda, yaptırım gücünü haiz belirli kurallar çerçevesinde, fiyatlarının belirlendiği ve alım satımının yapıldığı kuruluşlardır¹⁸. Türkiye’de borsalar, çağın rekabetçi iktisadî düzenine uyum sağlamaları ve beklenen alâkayı görebilmeleri için, anonim şirket formunda teşkilatlanmışlardır (SerPK m. 65 vd.).

1.1.2. Sermaye Piyasası

Sermaye ve piyasa kavramlarına dair izahattan yola çıkılarak sermaye piyasasını; sermayenin, mündemiç olduğu sermaye piyasası araçları vasıtasıyla tedavül ve mübadelesinin gerçekleştirildiği pazar olarak tanımlamak mümkündür.

¹⁶ **Reha Tanör**, Türk Sermaye Piyasası (Taraflar), C. I., İstanbul 1999, 16. Türk hukukunda bu tür piyasalara yer verilmemiştir. Fakat bu tür piyasaları ortaya çıkaran ihtiyaçlara binaen, Borsa İstanbul tarafından *Özel Pazar* kurulmuştur. Özel Pazar, halka açılmaksızın pay alım-satımına imkân veren ve yatırımcılar ile şirketleri bir araya getiren web tabanlı bir platformdur.

<https://www.bistozelpazar.com/OzelPazar/app/info/what-is-private-market?execution=e2s1> (erişim tarihi: 18.07.2017).

¹⁷ **Katja Rosa**, Prospektpflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds, Düsseldorf 2009, 38-39. Gri sermaye piyasaları ayrıca, sermaye piyasası aracının ihraç haberinin yayılması ve fakat ihracın gerçekleşmediği sürede, araçlar tarafından alınıp satılarak işlem gördüğü piyasalardır. Bkz. **Tolga Ayoğlu**, Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2008, 3. Gri sermaye piyasası kavramı, Türk hukukunda üzerinde durulmuş ve öğretilde de ele alınmış bir kavram değildir. Türk hukukunda daha ziyade teşkilâtlanmış ve tezgahüstü piyasalar ayrımı söz konusu olmuştur.

¹⁸ **Tanör**, *Cilt I*, 7.

Sermaye piyasası araçlarının ilk defa satış ve dağıtımının yapıldığı piyasalar, birinci el sermaye piyasaları olarak adlandırılır¹⁹. Halka arz edilsin yahut edilmesin, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının ilk defa alım satımına konu olması, birinci el piyasası işlemi olarak kabul edilmelidir²⁰. Nitekim sermaye piyasası araçlarının, halka arz edilmeksizin de ihraç edilmesi mümkündür. İkinci el sermaye piyasaları ise, hâlihazırda tedavülde bulunan sermaye piyasası araçlarının alım-satım ve diğer işlemlere konu olduğu piyasalardır²¹. İkinci el sermaye piyasalarındaki sermaye piyasası araçları, daha önce ihraç edilmiştir; bundan sonra yapılan işlemler, ikinci el piyasa işlemleridir. İkinci el piyasasında işlemler, muayyen ve az sayıdaki kimselerin kendi aralarında gerçekleştirebileceği gibi; muayyen olmayan bir şekilde ve umuma yönelik olarak, halka arz ile de gerçekleştirilebilir²².

1.1.2.1. Sermaye Piyasalarının Tarihî Gelişim Süreci

Sermaye piyasalarının tarihi gelişim sürecini incelemek, meseleye birkaç zaviyeden bakmayı gerektirir. Birinci zaviye, sermaye piyasasına dair ilk izlerin, nerede ve ne şekilde görüldüğü ile alakalıdır. Bunu, tarihte ticarî mübadelenin başladığı zamana kadar götürmek mümkün olsa da; biz bu süreci, sermaye piyasası araçlarının işlevsellik kazanmaya başladığı tarihten itibaren ele almaktayız. İkinci zaviye ise, sermaye piyasası müesseselerinin ortaya çıkış sürecidir. Bu noktada borsanın tarihçesi, sermaye piyasasının kurumsal tarihçesi ile büyük ölçüde örtüşmektedir. Son olarak ise modern sermaye piyasasının güncel meseleleri arasında olan, yatırımcının korunması ve sermaye piyasasının yaygınlaştırılıp geliştirilmesini esas alan çalışmalar ve düzenlemeler incelenebilir. Sermaye piyasaları, istikrarlı bir ivmeyle değişim göstermiştir ve bu bağlamdaki gelişmeler, kurumsal gelişmelere etki ettiği gibi; yatırımcının korunması ve kamuyu aydınlatma ilkesinin tarihî ile de girift bir görünüm arz eder.

¹⁹ Antelo/Peon, 15; Ünal, *Sermaye Piyasası*, 5; Memiş/Turan, 24; Cemal Küçüksözen, *Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi*, Ankara 1999, 7; Tuncer, 12; Karşlı, 31

²⁰ Tuncer, 12; Ünal, *Sermaye Piyasası*, 5; Küçüksözen, 7.

²¹ Ünal, *Sermaye Piyasası*, 5; Memiş/Turan, 24; Küçüksözen, 8; Karşlı, 31.

²² Halka arz kavramının birinci ve ikinci el piyasa ayrımı ile alakası olmadığı hakkında bkz. Ünal, *Sermaye Piyasası*, 6.

1.1.2.1.1. Sermaye Piyasalarının Dünyadaki Tarihî Gelişim Süreci

Modern sermaye piyasalarının temelini teşkil ettiğini kabul etmek mümkün olmasa da; Ortaçağ İtalyası'nın Venedik, Cenova gibi şehir devletlerinde sermaye piyasası araçlarının ilk izlerine rastlanmaktadır²³. Ticarî hayatın son derece geliştiği ve çağının ticaret merkezleri konumundaki bu şehir devletleri; kamu borçlanma araçları ihraç etmek suretiyle, kendileri için bir iktisadî kaynak oluşturmuşlardı. Benzer bir saikle Batı Avrupa'da da, XVII. yüzyılın ikinci yarısından sonra borçlanma araçlarının ihraç edildiği görülmektedir. Kıta savaşları ve denizaşırı savaşlar nedeniyle ciddi malî sıkıntılar içine giren hükümetler; yaşanan bu malî sıkıntıları, borçlanma araçları vasıtasıyla gidermeye çalışmışlardır²⁴. Hükümetlerin kaynak ihtiyaçlarının yanı sıra; tacirler açısından güvenilir ve tedavülü kolay senetlere duyulan ihtiyaç da, bu yöndeki gelişmeleri hızlandırmıştır. Öte yandan, serbest tacirler açısından bakıldığında; yeknesak bir ödeme sisteminin bulunmaması ve faiz hadlerinin yasal düzenlemelerle sınırlandırılmış olması; borçlanma araçlarının, borçlunun şahsî güvenilirliğine bağlı olarak itibar görmesine ve bunlara yeterince teveccüh edilmemesine yol açmaktaydı²⁵. Mesela şehir yönetimleri, soylular ve prensler, daha kolay borç bulabilmekte ve bunların çıkardığı borçlanma senetleri daha kolay tedavül görmekteydi²⁶. Ticaret hayatını sınırlayan bu yapının, güvenilir ve işlevsel kural ve kurumlara bağlanması ihtiyacı, bu ortam ve gelişmelere bağlı olarak daha da belirgin hâle gelmişti.

Sermaye piyasalarının gelişimindeki en önemli merhale, şüphesiz ki borsalarla alakalı olmuştur. İlk borsa Amsterdam Borsası (1608) olarak kabul edilirken; Amsterdam'ı Paris, Viyana, Londra, New York borsaları izlemiştir. İlk borsalar, belirli bir yerde, düzenli olarak bir araya gelen broker²⁷ topluluklarından biraz daha fazlasını ifade etmekteydi.

²³ **Michele Fratianni/Franco Spinelli**, "Italian City-states and Financial Evolution", *European Review of Economic History*, 10 (3), (2006), 262.

²⁴ Mesela İngiliz Parlamentosu, 1694'de, 1688-1697 Augsburg Birliği Savaşı'nın finansmanı amacıyla borçlanma araçları ihraç etmiştir. **Larry Neal**, "How it all began: the monetary and financial architecture of Europe during the first global capital markets, 1648-1815", *Financial History Review* 7 (2), (2000), 119.

²⁵ 1609 yılında Hollanda'da kurulan Wisselbank farklı para birimleri arasındaki yeknesak bir değerlendirme sistemi ve saklama hizmeti sağlamayı amaçlamıştı. Tacirler, değerli madenleri bankaya tevdi edip; aldıkları makbuzları mübadele etmek suretiyle ticaret yapmaya başlamışlardı. Bkz. **Neal**, *Financial architecture of Europe*, 121 vd.

²⁶ **Neal**, *Financial architecture of Europe*, 119.

²⁷ Broker (borsa simsarı); borsada mal veya taşınır değerlerin alım-satımına aracılık eden gerçek veya tüzel kişi olarak tanımlanmıştır. Bkz. İktisat Terimleri Sözlüğü, İktisat Terimleri Çalışma Grubu, Türk Dil Kurumu Yayınları, Ankara 2011, 63.

İşlem gören menkul kıymetlerinin sayısının artmasıyla beraber borsalar; kendi kuralları, düzenlemeleri ve binaları olan resmi kuruluşlara dönüştü²⁸. Özellikle sanayi devrimi ile kendini gösteren iktisadî canlılık ve sermaye ihtiyacı; 1773’de Londra, 1792’de New York borsalarının kurulmasını da beraberinde getirmiştir²⁹. Borsaların sayısı ve büyüklüğüyle alakalı olarak en ciddi gelişme süreci ise, 1871 ila 1914 yılları arasında gerçekleşmiştir³⁰.

Bu izahattan anlaşılmaktadır ki; savaş maliyetleri, ticaretin gelişmesi, sanayi devrimi gibi olgular, batılı ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmesine zemin hazırlamıştır. Bir başka ifade ile kurumsal ve hukukî düzenlemeler, siyasî ve iktisadî gelişmeleri takip etmiştir.

1.1.2.1.2. Sermaye Piyasasının Türkiye’deki Tarihî Gelişim Süreci

Ortaçağ ve Yakınçağ Avrupasında olduğu gibi Türkiye’de de, sermaye piyasası kapsamında değerlendirilebilecek ilk uygulamalar; Devletin, savaşlar nedeniyle ortaya çıkan finansman ihtiyacına binaen söz konusu olmuştur. 1768-1774 Osmanlı-Rus Savaşı ve Küçük Kaynarca Anlaşması’ndan sonra, “*esham*” adı verilen ve vergi gelirlerinin paylara bölünerek satılması esasına dayanan bir borçlanma usulü geliştirilmiştir³¹. Yine bu dönemde, Devletin borçlanma ihtiyacına bağlı olarak; bu borçlanmaya aracılık eden ve hatta zaman zaman bizzat hükümete borç veren Galata bankerleri de ön plana çıkmıştır³². Bunun gibi, 1854 Kırım Savaşı’nın finanse edilmesi ve daha önce çıkarılmış borçlanma araçlarının tasfiyesi amacıyla konsolide (tahvil) adı verilen borçlanma araçları ihraç edilmiştir. Bu konsolidler, ikinci el piyasa işlemlerine de konu olarak; Havyar Han’daki bir

²⁸ **Caroline Fohlin**, “*Frictions: Lessons from the History of Financial Market Microstructure*”, Financial Market History (Ed. David Chambers/Elroy Dimson), 2016, 119.

²⁹ **Fleckner/Hopt**, 533.

³⁰ **Larry Neal**, “*The Role of Stock Exchanges in Financial Globalization: A Historical Perspective*”, Financial Market History (Ed. David Chambers/Elroy Dimson), 2016, 99.

³¹ **Selim Soydemir**, “*Türkiye’de Sermaye Piyasasının Tarihi*”, Prof. Dr. İsmet Türk’e Armağan (Ed. Tuncer Bulutay /Selim Soydemir/Dilek Özkök Çubukçu), Ankara 2013, 356; **Murtaza Köse**, “*Osmanlı’da Borsa ve Galata Bankerlerinin Devletin Mali Yapılanmasındaki Yeri*”, Atatürk Ü. Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü Dergisi, Sayı 18, (2001), 241.

³² Galata bankerlerinin Osmanlı malî yapısı içinde önemli bir yeri vardır. 1877-1878 Osmanlı-Rus Savaşı’ndan sonra, Osmanlı Devleti’nin İstanbul’un işgal tehdidi altında ödemek zorunda kaldığı savaş tazminatı, Galata bankerleri tarafından finanse edilmişti. Bunun karşılığı olarak ise Galata bankerlerinin kurduğu şirketler, İstanbul ve havalisinin vergilerini toplama işini üstlenmiştir. Bkz. **Köse**, 247 vd.; **Mehmet Beşirli**, “*Osmanlı’da Borsa: Dersaadet Tahvilât Borsasından Eshâm ve Tahvilât Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri*”, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 19 (1), (2009), 186; **Haydar Kazgan**, Galata Bankerleri, I. Cilt, 2. Baskı, Ankara 2005, 26 vd.

tür gayriresmi borsada işlem görmüştür³³. Bu kontrolsüz yapının düzenlenmesi ve Havvyar Han ve Galata sokaklarındaki borsa benzeri işlemlerin kamu denetimi altına alınması amacıyla bir nizamname ile 1866 yılında *Dersaadet Tahvilât Borsası* kurulmuştur³⁴. Bu teşkilâtın adı, 1906 yılında ise yeni bir nizamname ile *Esham ve Tahvilat Borsası* olarak değiştirilmiştir³⁵. Bu düzenlemeler, kurumsallaşma sürecinin başlangıcını ifade eder; nitekim nizamname, borsada kayıtlı olan şirketlerin kontrolü, borsa görevlilerin yetkileri, borsa idaresi gibi hususları düzenlenmiştir³⁶. Cumhuriyet öncesindeki sermaye piyasası ve borsaya dair gelişmeler, saik bakımından batılı ülkelerdeki ile hemen hemen aynıdır; bu bakımdan, savaşlar nedeniyle bozulan kamu maliyesini borçlanma araçlarının satışı ile takviye etmek amacı ön plandadır. Buna mukabil, Türkiye'deki bu ilk gelişmeler, batılı ülkelerdeki kadar canlı ve hareketli olmamasının yanı sıra, gayrimüslim toplum kesimleri ile Devlet arasındaki dar bir çevrede cereyan etmiştir³⁷.

Cumhuriyetin ilk yılları, özellikle Birinci Dünya Savaşı ve İstiklâl Harbi'nin etkisiyle sermaye piyasası ve borsa açısından durgun geçmiştir. Bu dönemde, borsa üyelerinin Türk vatandaşı olması, borsa kayıtlarının Türkçe tutulması gibi borsanın millileştirilmesine yönelik düzenlemeler³⁸ dışında, kayda değer bir gelişme yaşanmamıştır. Borsanın millileştirilmesi ve hükümetin izlediği iktisat siyasetine bağlı olarak; borsa ve sermaye piyasası sahasında faaliyet gösteren yahut işlem yapan yabancı unsurlar zaman içerisinde nispeten çekilmiştir. Halk veya devlet nezdinde millî bir tasarruf birikiminin mevcut olmaması buna eklenince, borsa ve sermaye piyasası sahasının boşalması ve ağır bir durgunluk yaşanması kaçınılmaz olmuştur.

³³ **Soydemir**, 359; **Vural Günal**, *Sermaye Piyasası Hukuku*, Ankara 1986, 70; **Tanör**, *C. I*, 19. Bu konsolidler şüphesiz, tarihin seyri içinde, kurumsallaşmış bir Türk sermaye piyasasına ilerleyen yolda mühim bir kilometre taşıdır. Ve fakat şunu da ifade etmek gerekir ki bu süreç; ilkelerden ve kurallardan yoksun bir piyasanın yıkıcı ve vahşi yönünü görebilmek açısından da son derece ilginçtir. *Kazgan*'ın ilk borsa komiseri Abidin Bey'den aktardıkları, söz konusu bu işlemlerin bir sermaye piyasası işleminden ziyade; bir kumar, oyun ve hatta bazen dolandırıcılık niteliğinde olduğunu ifşa etmektedir. Bkz. **Kazgan**, 62 vd.

³⁴ **Azmi Fertekligil**, *Türkiye'de Borsanın Tarihçesi*, İstanbul 2000, 24; **Beşirli**, 191; **Karslı**, 36.

³⁵ **Fertekligil**, 57; **Köse**, 245.

³⁶ Bkz. **Fertekligil**, 114 vd.; **Beşirli**, 195 vd.; Örneğin Tüzüğün 9'uncu maddesinde hisse senedi ve tahvilleri borsaya kayıtlı şirketlerin genel kuruluna borsa komiserinin katılması, 35'inci maddesinde hükümet ve yerli şirketlerin borsaya kayıt esasları, 36'ncı maddesinde yabancı şirketlerin borsaya kayıt şartları, 79'uncu maddesinde manipülasyon yapanların Ceza Kanunu'na göre işleme tâbi tutulacağı düzenlenmiştir. Bkz. **Mustafa İhtiyar**, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, İstanbul 2006, 43 vd.

³⁷ Bkz. **Köse**, 230 vd.

³⁸ Bkz. **Fertekligil**, 133.

Cumhuriyet öncesin dönemde olduğu gibi; 1950'li yıllarla beraber Devlet, borçlanma araçlarını bir finansman usulü olarak yeniden gündemine almıştır. Hürriyet istikraz tahvilleri ve tasarruf bonoları, satın alınmaları noktasındaki mecburiyet bir yana bırakılırsa; bu süreçte ihraç edilen devlet borçlanma araçları olarak ifade edilebilir³⁹. Böylece sermaye piyasası araçlarının yeniden gündeme gelmesi, bir kez daha Devletin finansman ihtiyacı neticesinde gerçekleşiyordu.

1960'lı yıllarla beraber, özellikle bürokrasi ve akademi çevreleri sermaye piyasasının üretim ve kalkınmaya finansman sağlayabileceği konusuna yoğunlaşmışlardır. Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda (1962), müteşebbislerin çektikleri uzun süreli finansman sıkıntısının önemli bir ölçüde; küçük tasarrufları harekete geçirecek bir sermaye piyasasının bulunmamasından kaynaklandığı ifade edilmiştir⁴⁰. 1964 yılında ise Türk sermaye piyasasının kurulmasını engelleyen iktisadî, hukukî ve malî engelleri teşhis ve tespit eden ve bu engellerin kaldırılması için alınacak tedbirler hakkında birtakım görüşler ve tavsiyeler içeren Sermaye Piyasası Etüdü; Devlet Planlama Teşkilatı, Türkiye Ticaret Odaları, Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği ve Türkiye Sinaî Kalkınma Bankası paydaşlığında hazırlanmıştır⁴¹. 1960'lı yıllardaki çalışmalar, Devletin sermaye piyasasının kurulması ve gelişmesi noktasındaki öncü rolüne atıf yapmaktadır. Bu ve benzeri çalışmalar 1964 tarihli Sermaye Piyasasının Teşviki ve Tanzimi Hakkında Kanun Tasarısının hazırlanması ile neticelenmiş ve fakat tasarı yasama döneminde kanunlaşma fırsatı bulamadan kadük hâle gelmiştir. 1970 tarihli ikinci tasarı da aynı akıbete uğramıştır⁴². 1960 ve 1970'li yıllarda yapılan bu çalışmalar ancak 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesi ile somut bir neticeye varmıştır.

Osmanlı ve Cumhuriyet dönemi değerlendirildiğinde, Türk sermaye piyasasının gelişim süreci bakımından, batılı sermaye piyasalarından çok da farklı bir seyir izlemediği görülecektir⁴³. Türkiye'de sermaye piyasasının felsefî izlerini taşıyan ilk uygulama ve müesseseler, batıdakilere benzemektedir. Farklılık, daha ziyade bu uygulama ve müesseselerin zamanlamasındadır. Osmanlı döneminde dar bir çevrede yaşanan

³⁹ **Tanör, C. I.**, 31; **Karşlı**, 37.

⁴⁰ Kalkınma Planı (Birinci Beş Yıl) 1963-1967, Ankara 1963, 78. Kalkınma Planı'nda, genel olarak modern sermaye piyasasının ve kurumlarının kurulması ve hukukî düzenlemelerin yapılması gerektiğini öngörmektedir.

⁴¹ **Oktay Yenal**, Sermaye Piyasası Etüdü (Etüd Yön. İbrahim Öngüt), Ankara 1964, 1.

⁴² **Ünal Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, 2; **Tuncer**, 19.

⁴³ Karşı yönde bkz. **Ünal**, *Sermaye Piyasası*, 10-11.

gelişmeleri, Birinci Dünya Savaşı ile başlayan ve 1960'lara kadar süregelen durgunluk süreci takip etmiş; 1970'li yıllarla beraber ise tahvil, kamuoyunda bilinir hâle gelmiştir. Hisse senetleri ise ancak 1970'li yıllardan sonra, özel sektör tarafından bir finansman aracı olarak görülmeye başlanmıştır⁴⁴. Özel sektörün bu kaynağı keşfetmesi, beraberinde ister istemez menkul kıymet ve borsa yolu ile halkın istismarını gündeme getirmiştir. Bu bağlamda, yatırımcının korunması Türk sermaye piyasasının temel hedeflerinden biri hâline gelmiş ve bundan sonraki süreçte bu amacı gerçekleştirme çabası, sermaye piyasası hukuku alanındaki çalışmalar açısından belirleyici olmuştur.

Türk sermaye piyasasının gelişim sürecinde, Avrupa Birliği üyeliği serüveninin esaslı ve güncel bir etkisi vardır. Avrupa Birliği'ne giriş süreci çerçevesinde ihdas edilen düzenlemeler, Türk sermaye piyasasının gelişmiş sermaye piyasalarıyla rekabet edebilecek ve bunlarla bütünleşebilecek bir yapıya kavuşturulması bakımından son derece önemlidir. Buna mukabil, kanaatimizce Türk sermaye piyasasının tam manasıyla işlevsel olmasının önündeki engeller, hukukî olmaktan ziyade iktisadî ve sosyal mahiyettedir. Hukukî düzenlemelerin ve siyasî tercihlerin, sağlıklı işleyen ve gelişmiş bir sermaye piyasasının teşekkülünü tek başına sağlayabilmeleri mümkün değildir⁴⁵. Sermaye piyasasının işlevsel olması, ancak piyasaya aktarılacak tasarrufların varlığına bağlıdır⁴⁶; fakat halkımız bugüne kadar tasarrufa imkân verecek bir gelir seviyesine ulaşmış değildir. Sermaye piyasasının gelişmesinin önündeki bir diğer engel ise daha ziyade sosyal ve siyasî etkilerle şekillenen yatırım kültürüdür. Türk halkı, tasarruflarını daha güvenli gördüğü gayrimenkul, kıymetli maden, döviz yahut mevduat hesaplarına aktarmaktadır. Sermaye piyasasına karşı hâsıl olan bu güvensizliğin altında, daha sonra ayrıntılı şekilde değinilecek olan Hastaş ve bankerler hadiseleri gibi başarısız tecrübeler ile iktisadî ortamı doğrudan etkileyen sosyo-politiğe olan güvensizliğin yattığı ifade edilebilir⁴⁷.

⁴⁴ Soydemir, 363.

⁴⁵ Ünal, *Sermaye Piyasası*, 11; Yenil, 8; Mehmet Somer, *Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri*, İstanbul 1990, 54.

⁴⁶ Nadaroğlu, 9; Latif Çakıcı, "Türkiye'nin Ekonomik Gelişmesinin Süratlendirilmesi İçin Sermaye Piyasası ve Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar", *Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Semineri Türkiye Tütüncüler Bankası A.Ş.*, 24-25 Ekim 1983, 101; Arkan, *Dış Denetim*, 3.

⁴⁷ Bkz. aynı yönde Ünal, *Sermaye Piyasası*, 11; Yenil, 13.

1.2.2.2. Sermaye Piyasasının Önemi

İktisadî liberal sistemde, üretim sürecinin en önemli bileşeni⁴⁸ olan sermayeyi temin etmek ve ona sahip olmak, hayatî bir mesele olarak sistemin özünü teşkil eder. Sermaye piyasası ile alâkalı olarak da, ekseriyetle bu işleve dikkat çekilmiştir. Sermaye piyasalarının tarihî serüveninin başlangıcında, her ne kadar üretim için değil, savaşlar ve kamu maliyesi için hâsıl olan finansman ihtiyacı söz konusu olsa da; devamında kamu ve özel sektörün salt iktisadî nitelikli üretim ve ticarî faaliyetleri bakımından da, sermaye piyasasının finansman kaynağı olabileceğini ifade etmek gerekir.

Sanayi ve ticaret hayatında, büyük ölçekli projelerin gerçekleştirilebilmesi, finansman açısından yeterli bir yoğunluğa ulaşılmasına bağlıdır. Devlet sektörü dışında kalan teşebbüsler için, büyük ölçekli projelerin finansmanı önemli bir meseledir ve öz kaynaklarla çözülmesi çoğu kez mümkün olmadığı gibi; mümkün olduğu zamanlarda da, genellikle kârlı ve verimli değildir. Bu noktada şirketlerin ihtiyaç duydukları kaynağı, banka kredileri ile temin etmeleri bilinen ve alışlagelmiş bir usuldür⁴⁹. Bununla birlikte banka kredileri, çoğunlukla kısa vadeli olup; yüksek kredi faizi ve diğer maliyetler de dikkate alındığında pek cazip sayılmaz⁵⁰. Oysaki sermaye piyasası, finansman ihtiyacını daha avantajlı ve az maliyetle karşılama imkânı sağlamaktadır. Mesela, hisse senetlerinin ihracı ile toplanan fonların iadesi için bir vadenin söz konusu olmaması ya da tahvillerdeki vadenin uzunluğu, finansman arayışındakiler için sermaye piyasasını ciddi bir seçenek hâline getirmektedir⁵¹.

Sermaye piyasası, sadece finansman ihtiyacı olan müteşebbisler veya devlet için değil; gelir elde etmek isteyen tasarruf sahipleri bakımından da cazip bir imkân sağlar. Tasarrufunu sermaye piyasasında değerlendiren tasarruf sahibi; olağan ticarî riskleri üstlenmek kaydıyla, dönemsel bir gelire sahip olabilmektedir⁵². Özellikle tek başına bir

⁴⁸ **Cord Gebhardt/Jan Strecker**, “*Primary Market: Bringing Products to the Market*”, Equity Markets in Transition (Ed. Reto Francioni/Robert A. Schwartz), 2017, 71.

⁴⁹ **Ünal**, *Sermaye Piyasası*, 9; **İsmail Mazgıt**, Mülkiyetin Tabana Yayılması ve Servet Dağılımının Sağlanmasında Sermaye Piyasasının Rolü ve Etkisi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir 1991, 80; **Çakıcı**, 101; **Thomas Möllers/Erhan Temel**, “*Sermaye Piyasasında Bilgi Taşkınlığı*”, BATIDER 32 (4), (2016), 25.

⁵⁰ **Karşlı**, 27.

⁵¹ **Aydın Ahıska**, “*Sermaye Piyasasının Teşekkülü Yönünde Alınması Gereken Mali Tedbirler*”, Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve Menkul Kıymetler Borsası'nın Rolü, İstanbul 1968, 41.

⁵² **Ünal**, *Sermaye Piyasası*, 9; **Mazgıt**, 83.

yatırım veya üretime konu olamayacak küçük tasarruflar, sermaye piyasasına aktarılarak daha büyük iktisadî faaliyetlere katılmakta ve tasarruf sahibi için gelir getirici bir vasıf kazanmaktadır⁵³. Bunun gibi, sermaye piyasasında değerlendirilen tasarruflar, hızlıca nakde çevirebilir veya bir başka sermaye piyasası aracına ya da yatırım fonuna aktarabilir⁵⁴. Teknolojik gelişmeler ve iletişim kanalları sayesinde yatırımcılar, sermaye piyasasındaki yatırımlarına anlık olarak müdahale etme imkânı bulabilmekte; konjonktürel veya diğer dış etkiler karşısında, yatırımlarının değerini muhafaza edebilecekleri hamleleri süratle ve kararlılıkla yapabilmektedirler. Bu sürat ise, ilgili ve dikkatli yatırımcılara güven telkin etmektedir. Sermaye piyasasını yatırımcılar bakımından cazip hâle getiren bir diğer husus da, sermaye piyasası araçlarının enflasyonist etkiler karşısında değerini muhafaza edebilmesidir. Enflasyon karşısında paranın değeri düşerken, muteber ve güvenilir şirketlerin hisse senetleri ve borçlanma araçlarının değeri artabilir. Bir başka ifadeyle bunlar, yatırımcısını enflasyonist etkilerden koruyan güvenli birer liman niteliğinde görülebilirler⁵⁵.

Tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmek isteyen bilinçli yatırımcılar, yatırım yapacakları sermaye piyasası aracı ve ihraççısını, hem güvenilirlik, hem de kârlılık açısından ayrıntılı bir değerlendirmeye tâbi tutacaklardır. Sermaye piyasası yatırımcılarının alâkasına mazhar olmak ve finansman ihtiyaçlarını karşılamak isteyen şirketler ise, şeffaflık ve kurumsal yönetim gibi modern şirketler hukuku uygulamalarını hayata geçireceklerdir. Daha şeffaf ve denetime açık şirketler, kârlı ve verimli bir şekilde faaliyet gösterecek ve ülke ekonomisine de böylece katkı sağlayacaktır.

Sermaye piyasasının bir diğer işlevi olan mülkiyetin tabana yayılması, müessesenin bir bakıma sosyal mahiyetini ortaya koyar⁵⁶. Bununla birlikte, mülkiyetin tabana yayılması için, halkın bu mülkiyet konusu olan sermaye piyasası araçlarını iktisap edebilecek nispette tasarruf sahibi olması gerekir. Öngörüldüğü gibi işleyen ve halkın tasarruf sahibi olduğu

⁵³ Karşlı, 25.

⁵⁴ Nadaroğlu, 14; Ünal, *Sermaye Piyasası*, 10; Mazgit, 81; Arkan, *Dış Denetim*, 3.

⁵⁵ Nadaroğlu, 17; Çapanoğlu, 18; Mazgit, 81. Sermaye piyasası araçlarının enflasyonist baskılar karşısında yatırımcısını zarara uğratmayacağı savı, gelişmiş ve sağlıklı işleyen bir sermaye piyasası açısından vâkidir. Adil rekabetin olmadığı ve fon toplayan müteşebbislerin üretim ve yatırımcıyı öteleyen tercihleri ve zihniyetleri, sermaye piyasası aracı gelirlerinin enflasyon oranının altında kalmasına neden olabilecektir. Bkz. Çakıcı, 105.

⁵⁶ Namık Kemal Gökalp, *Sermaye Piyasalarında Halka Arz, Yöntemler, Uygulama ve Analizi*, İstanbul 2014, 47; Mustafa Birol Çapanoğlu, *Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları*, İstanbul 1993, 19; Mazgit, 96.

bir iktisadî ortamda; halk, şirketlere borç verecek veya ortak olacak, böylece farklı gelir seviyelerindeki yurttaşlar ve şirketler, iktisadî bir kader birliği yapacaklardır. Bu, gelir dağılımının daha adil olmasına katkı sağlayacağı gibi; bu kader birliğine bağlı olarak söz konusu olacak ortak kaygı, iktisadî imkân farklılıklarından kaynaklanabilecek toplumsal gerilimi en aza indirerek sosyal barışa katkı sağlayacaktır.

Öğretide, sermaye piyasasının önemi ve işlevlerine dair serdedilen görüşler, genellikle liberal iktisadî düzen dairesindedir ve hem düzenin hem de sermaye piyasasının meşruiyetini ortaya koyma çabalarının bir ürünüdür. Özellikle ülkemiz ve gelişmekte olan diğer ülkeler bakımından yukarıda yapılan nazari açıklamaların, iktisadî ve sosyal gerçeklikle örtüşmediği hâller de söz konusudur. Nazari bakımdan “*olması gereken*”e yer verildiği, olması gereken ile hâlihazırda olan arasındaki farklılıkların bir anlamda es geçildiği bir izahatta; sermaye piyasası faaliyetlerinden ve halka arz uygulamalarından kazançlı çıkanların, halktan ziyade sermaye piyasası faaliyetlerini meslek edinmiş yahut ticarî hayatta ağırlığı olan profesyoneller olduğu gözden kaçmaktadır. Salt hukukî ve kurumsal düzenlemelerle, sağlıklı işleyen bir sermaye piyasası tesis etmek mümkün değildir. Sağlıklı işleyen ve hâsıl olan amaçlara hizmet edecek bir sermaye piyasası; sadece yasamanın, hükümetin ya da Kurulun çabaları ile tesis edilemez; sermaye piyasasındaki tüm paydaşların dürüst bir ticarî anlayışı benimsemesi şarttır.

Sermaye piyasasının ülke ekonomisine katkı sağlaması, hukukî bakımdan şeffaf, denetlenebilir ve kurumsal açıdan gelişmiş bir yapıyla beraber; toplanan sermayeyi verimli ve etkin bir şekilde değerlendirecek iktisadî aklın varlığını da gerektirir⁵⁷. Sermaye piyasası aracılığıyla finansman sağlayan birimlerin, millî kalkınmaya katkı yapabilmesi; yatırımlara ayrılan payın büyüklüğüne ve ayrılan miktarın verimli değerlendirilip değerlendirilmediğine de bağlıdır⁵⁸.

⁵⁷ Bkz. **Çakıcı**, 105-106.

⁵⁸ **Ünal**, *Sermaye Piyasası*, 9. Finansal piyasaların iktisadî büyümeye önemli bir etkisinin olmadığı veya olumsuz etkisinin olduğu yönünde görüşler de mevcuttur. Bu görüşler için bkz. **Bener Güngör /Ömer Yılmaz**, “*Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin İktisadi Büyümeye Etkisi: Türkiye İçin Bir Var Modeli*”, Atatürk Ü. İİBF Dergisi 22 (1), (2008), 173-193.

1.1.3. Sermaye Piyasası Hukuku

Sermaye piyasası hukuku, kısaca ve öz olarak; sermaye piyasasını düzenleyen hukuk dalı olarak tanımlanabilir.

Sermaye piyasalarında; yatırımcı, müteşebbis, sermaye piyasası profesyonelleri (aracı kuruluşlar, denetçiler, hukukçular vs.) ve kamu (Devlet ve halk) bir araya gelir ve bunlar arasındaki ilişkilerin, bir hukuk düzeni çerçevesinde düzenlenmesi şarttır. Yatırımcılar en az riskle en çok kazancı elde etmek isterken; ihraççılar ve diğer satıcılar da sermaye piyasası araçlarının ticaretinden en yüksek kazancı elde etmeyi hedefler. Bu iki beklentinin aynı zamanda ve tam olarak karşılanabilmesi teoride mümkün olsa da; uygulamada varoluşsal bir menfaat çatışması söz konusudur. Bu menfaat çatışmasının, belirli bazı kurullarla düzenlenip denetlenmediği hâllerde ise, piyasa barışının bozulacağı açıktır. Bu alandaki tecrübeler, hukuk düzeninin sermaye piyasasına kayıtsız kalması durumunda; liberal iktisadî düzenin ve kapitalizmin en vahşi ve yıkıcı yanlarının belirgin bir şekilde ortaya çıkacağını göstermektedir.

Türk sermaye piyasası hukukuna dair aslî düzenleme olan 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1'inci maddesinde 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 denetlenmesi* olarak ifade edilmiştir. Kanun'un amacının iki veçhesi vardır; birincisi, sermaye piyasasının işlevlerinin gerçekleşmesi⁵⁹ ve sistemin sağlıklı işlemesini sağlamaya yöneliktir. Bu, kamu menfaatine hizmet eden meşru bir amaçtır; nitekim millî ekonominin gelişmesi ve yükselmesi, bir bakıma sermaye piyasasının başarısı ile alâkalıdır⁶⁰. Diğeri ise, sermaye piyasası paydaşlarının hak ve menfaatlerini ilgilendiren bazı düzenlemeleri içerir ki; bunların ekseriyeti yatırımcıların korunması bağlamında değerlendirilebilir⁶¹.

⁵⁹ **Veliye Yanlı**, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, 6; **Katja Rosa**, Prospektpflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds, Düsseldorf 2009. 41.

⁶⁰ **Rosa**, 42.

⁶¹ Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Teşkilatı'nın (IOSCO) yayımladığı "*Objectives and Principles of Securities Regulation*" başlıklı belgede, menkul kıymet düzenlemelerinin amaçları olarak şunlar kaydedilmiştir: Yatırımcının korunması, piyasanın adil, verimli ve şeffaflığını sağlamak ve sistemik riskleri azaltmak. Objectives and Principles of Securities Regulation, 2010.

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> (Erişim: 19.7.2017).

Hukuk düzeninin sermaye piyasasına müdahil olması neticesinde husule gelen genel görünüme dair tespitlere ise aşağıda yer verilmiştir.

1.1.3.1. Sermaye Piyasası Hukuku Nev'i Şahsına Münhasır Bir Hukuk Dalıdır

Sermaye piyasası hukukunun hukuk düzeni içindeki konumu; daha ziyade farklı hukuk dalları ile ilişkilendirilmek suretiyle açıklanmıştır. Bir görüşe göre, sermaye piyasası hukuku, malî ve ekonomik hukuk dalları arasındadır⁶². *Tanör* ise, malî hukuk ve ekonomi hukukunun sermaye piyasası düzenlemelerini tam olarak kapsamayacağını; bunun yerine reel sektöre fon sağlama amacına yönelik finansal alanları düzenleyen bu hukuk dalının, finansal piyasalar hukuku olarak adlandırılabilceğini ifade etmektedir⁶³. Sermaye piyasası hukukunun, özel hukuk kökenli halka açık anonim ortaklıklar ve menkul kıymetler gibi müesseseleri düzenlemesine rağmen; düzenleyici idarî otoritenin üstün kamu gücünü kullanması ve taraflar arasında ilişkilerin eşitler arası işlemler olmamasından bahisle, idare hukukunun bir uzantısı olduğu da ileri sürülmüştür⁶⁴.

İlgi sahası ve tarihî gelişim seyri esas alınırca; sermaye piyasası hukukunun, ticaret hukukundan sâdır olan bir hukuk dalı olduğu görülür. Özellikle menkul kıymetler ve halka açık anonim ortaklıklar, nazariyesi ticaret hukuku kapsamında oluşturulmuş kavramlardır. Bu nedenden dolayı ki, sermaye piyasası hukukunun gelişimi ve ayrı bir hukuk dalı olarak ortaya çıkışıyla alâkalı görüşler, ekseriyetle ticaret hukukçuları tarafından serdedilmiştir.

Ünal, hukuk tekniği açısından Ticaret Kanununda düzenlenmesi gereken halka açık anonim ortaklıkların, Sermaye Piyasası Kanunu'nda ayrı bir başlık altında düzenlenmesinin çelişkili olduğunu ileri sürmüştür⁶⁵. Müellif, halka açık anonim ortaklıklarla ilgili tüm özel hukuk ilişkilerinin Ticaret Kanununda düzenlenmesi ve tüm anonim şirketlerin halka açık statüde olmasının sağlanarak kapalı bir şirket yapısı arzulayanların diğer şirket türlerine yönelmesini sağlayacak bir düzenleme yapılması gerektiği kanaatinde⁶⁶. *Ünal*, bir diğer endişe ve eleştiri konusu olarak, Kanun tarafından Kurul'a verilen yetkiler neticesinde; idarî tasarruflarla özel hukuk ilişkilerine

⁶² **Asuman Turanboy**, Halka Açık Banka ve Hissedarın Korunması, 2002, 17.

⁶³ **Tanör**, C. I, 49-50.

⁶⁴ **Memiş/Turan**, 27.

⁶⁵ **Oğuz Kürşat Ünal**, Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara 1999, 227.

⁶⁶ **Ünal**, *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, 234.

müdahale imkânının tanındığı, bunun da Ticaret Kanunu dışında ayrı bir şirketler ve menkul kıymetler hukuku oluşmasına yol açacağını ifade etmektedir⁶⁷. *Manavgat* da benzer şekilde, halka açık anonim ortaklıkların sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmesinin bütünlüğü bozduğunu ifade etmekle beraber; Ticaret Kanunu gibi temel bir mevzuatın değişen şartlara uyum sağlamasındaki güçlük dikkate alındığında, ikincil düzenlemelerle çağdaş kurumların pozitif hukuka daha kolay bir şekilde yansıtılabileceğini ifade etmektedir⁶⁸. Kanaatimizce sermaye piyasası hukukunun kapsamının genişlemesinden ve derinleşmesinden endişe etmemek gerekir. Sermaye piyasasının, özellikle amaç ve işlevleri bakımından söz konusu olan kamusal yönü; idare hukukunun da bu sahaya ilgilenmesi neticesini tevlit etmiştir. Dolayısıyla sermaye piyasası hukuku, salt bir özel hukuk sahası olmanın ötesine geçmiştir. Yatırımcı, ihraççı, satıcı, yatırım kuruluşu, devlet ve genel olarak kamudan müteşekkil çok paydaşlı bir yapı arz eden sermaye piyasasının, karşılıklı çatışan iki menfaatin dengelenmesi amacıyla değil; zaman zaman örtüşen yahut çatışan, çok taraflı ve girift menfaatler ağının sermaye piyasasının amaç ve işlevleri dairesinde ele alınarak düzenlenmesi gerekir⁶⁹. Bu girift menfaatler ağı ve çok taraflılığın getirdiği canlılık ve hareket, aynı zamanda yeni sorunları da aynı canlılıkla ve hızla gündeme almayı zaruri kılmaktadır. Bu yapı, kanun koyucunun ticaret hukukunun yerleşmiş ve geleneksel müesseselerinin muhafazası ile mütemediyen değişen iktisadî şartlara ve olgulara uyum sağlama arasındaki tercihini şüphesiz etkilemektedir.

Bu tercih, Türk sermaye piyasası hukukunu düzenleyen temel metin olan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda kendini göstermiştir. Kanun'da, pek çok konuda ayrıntılı birtakım hükümler sevk edilmiş; fakat bunun yanı sıra, düzenleyici idarî otorite olan Sermaye Piyasası Kurulu'na da son derece geniş yetkiler tanınmıştır. Kurul, bu yetkisini genellikle tebliğler yolu ile kullanmaktadır. Sadece Kurul değil; sermaye piyasasının diğer paydaşları ile alâkalı olarak kurulan ve yaptırım içeren düzenlemeler

⁶⁷ Ünal, *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, 234.

⁶⁸ Çağlar Manavgat, *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*, Ankara 2016, 26.

⁶⁹ Nitekim Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1'inci maddesinde Kanun'un amacı, *sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması ve yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi* olarak ifade edilmiştir. Kanun'un zikredilen amacında, hem kamu hukuku hem de özel hukuk anlayışının etkileri görülmektedir. Bkz. Turanboy, *Banka*, 13; Yanlı, *Kamunun Aydınlatılması*, 7.

yetkisini haiz olan *self-regulation* (kendi kendini düzenleme) esasına dayalı kuruluşlar⁷⁰ da, sermaye piyasası hukuku kuralları koymaya yetkilidirler.

Sermaye piyasalarının ve sermaye piyasasının şu ana kadar kaydettiği önemli gelişme ve yukarıda zikredilen saikler, münhasır bir hukuk dalı hüviyetini gösterir. Öyle ki bugün için, şirketler hukukundan sâdır olan sermaye piyasası hukuku, şirketler hukukunu besleyen ve ona yeni müesseseler ve bakış açıları kazandıran bir konumdadır. Sermaye piyasasının bir müessesesi olarak gelişen bağımsız denetim, uluslararası muhasebe standartları, birikimli oy, kayıtlı sermaye sistemi gibi kavramlar, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda yer almıştır⁷¹.

Kanaatimizce sermaye piyasası hukukunu, bir üst başlık altına yerleştirmek veya diğer hukuk dalları ile ilişkilendirmeye çalışmak salt kuramsal bir anlam ifade edecektir. Sermaye piyasası hukuku; idarî otoritenin geniş yetkileri haiz olduğu ve düzenleyici işlemlerin yanı sıra yargısal nitelikli işlemler gerçekleştirebildiği; bununla birlikte özel hukuk kişileri arasındaki ilişkileri düzenleyen, kendine özgü kavramları, müesseseleri ve metodolojisiyle, bağımsızlığı kabul edilmesi gereken bir hukuk dalıdır.

1.1.3.2. Sermaye Piyasası Hukuku Bir İlkeler Bütününden Müteşekkildir

Sermaye piyasası hukuku, bir tekâmül süreci neticesinde bugün bağımsız bir hukuk dalı hüviyetini haizdir. Bu süreçte gerçekleşen hadiseler, birer zafiyet olarak hâsıl olan mesele ve sıkıntılar, her daim bir çözüm arayışını beraberinde getirmiştir. Sermaye piyasalarının tarihî gelişim sürecinde, sistemin zaafı olarak ortaya çıkan birtakım sıkıntılar ve yaşanan hadiseler; genelgeçer bazı ilkelerin kabul edilmesini beraberinde getirmiştir. Bu ilkeler, sermaye piyasası hukuku düzenlemelerinin teorik arka-planını teşkil eder.

1.1.3.2.1. Yatırımcının Korunması İlkesi

Sermaye piyasasında, iki temel paydaş vardır; bunlar, sermaye piyasasından fon talep eden müteşebbisler ve tasarrufunu sermaye piyasasına aktaran yatırımcılardır. Tasarruf bonoları ve hürriyet istikraz tahvilleri gibi birtakım tarihî tecrübeler göz ardı

⁷⁰ **Saim Kılıç**, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Ankara 1997, 9; **Küçüksözen**, 25.

⁷¹ **Çağlar Manavgat**, Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016, 27.

edilirse⁷²; bir kimsenin tasarrufunu sermaye piyasasında değerlendirmesi kendi takdirine bağlıdır. Tasarruf sahibinin takdirini ve tercihini sermaye piyasası yönünde kullanması için ise öncelikle; güvenli, kurallı ve öngörülebilir bir işleyişin varlığı şarttır. Bu bağlamda, yatırımcıya güven telkin eden ve yatırımının hukuka aykırı birtakım davranışlarla akamete uğramasını önleyecek bir anlayışını geliştirilmesi ve buna bağlı düzenlemelerin ihdası için; yatırımcının korunması ilkesi sermaye piyasası hukukunda kabul gören bir ilkedir.

Yatırımcının korunması ilkesi, Sermaye Piyasası Kanunu'nun iki temel amacından biri olarak *yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi* ifadesiyle mevzuatta yer almıştır (SerPK m. 1). Bu yönüyle yatırımcının korunması ilkesi, sermaye piyasası hukukunun bir ilkesi olmasının yanı sıra; sermaye piyasası hukukunun temel kavramlarından biridir⁷³. Yatırımcının korunması, Kanun için bir amaç olduğu kadar; sermaye piyasasının işlevlerinin gerçekleştirilmesi açısından da vazgeçilmez bir düşünsel araçtır.

Sermaye piyasası, karmaşık ve girift yapısı itibariyle, profesyonel bilgi gerektiren bir piyasadır⁷⁴. İşlem türlerinin ve piyasa araçlarının sayısının sürekli artmasının bir neticesi olarak, profesyonelleşmiş olan veya profesyonel danışmanlığa kolayca ulaşabilen ihraççılar karşısında; küçük veya orta büyüklükteki tasarruflarını bu şirketlerin pay veya borçlanma araçlarına aktaran yatırımcıların, daha dezavantajlı durumda olduğu açıktır. Mesela yatırımcının korunması anlayışının etkin olmadığı bir piyasada, hisse senedi yatırımcısının temettü elde etmesi, çoğunlukla bir hayal veya temenni olarak kalacaktır. Yatırımcının korunması ilkesi, bir bakıma sermaye piyasasını bir oyun veya kumar olmaktan çıkaran kuralların, nazarî kaynağıdır.

Yatırımcının korunması ilkesinde, yatırımcıya atfedilen önem belirgin şekilde ön plana çıkmasına rağmen; ilkenin, yatırımcı dışındaki menfaat grupları ve ülke ekonomisini ilgilendiren bir boyutu da vardır⁷⁵. Yatırımcının yeterince korunmadığı bir sermaye

⁷² Bkz. **Tanör**, C. I, 29; **Ferteçligil**, 187 vd.

⁷³ Benzer şekilde bkz. **Nusret Çetin**, “*Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi*”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 15 (1), (2011), 4: “... yatırımcının korunmasının sermaye piyasası düzenlemelerinin merkezinde yer aldığı savunmak da mümkündür.”. Nitekim **Manavgat** da, sermaye piyasasının temel amacı olarak yatırımcının tam ve doğru olarak bilgilendirilmesi olduğunu ifade eder. Bkz. **Manavgat**, *Halka Arz*, 188.

⁷⁴ **Günel**, 170.

⁷⁵ **Zühtü Aytaç**, “*Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?*”, Rekabet Kurumu Perşembe Konferansları Yayınları, 2001, 4.

piyasasına fon akışı duracaktır. Hiçbir mâkûl yatırımcı, güçlü ve uzman şirketler veya yatırım kuruluşları karşısında; kendisini yeterince koruduğundan emin olduğu kurallar olmadan, yatırımlarını sermaye piyasasına aktarmak istemeyecektir. Bu ise müteşebbisleri, ciddi bir finansman kaynağından mahrum bırakacak; buna bağlı olarak da yatırım ve istihdam daralacaktır.

Yatırımcının korunması, sermaye piyasası hukukunun karakterine nüfuz ederek, bu sahadaki çoğu müessese ve düzenlemenin ruhunu teşkil etmektedir. Hatta sermaye piyasası hukukuna, yatırımcının korunması hukuku denilmesi; belki eksik bir ifade olur ama kesinlikle yanlış bir ifade olmayacaktır. Bununla birlikte, yatırımcının korunması ilkesine kutsiyet atfetmek de doğru olmaz. Nitekim yatırımcıyı tüm risklerden korumak mümkün olmadığı gibi; buna gerek de yoktur. Serbest piyasa, her ne kadar herkesin kazanacağı bir düzen vaat etse de; işin tabiatı gereği bazı kimseler kaybedecektir veya daha az kazanacaktır. Kaldı ki, bu kimselerin kaybetmesi de, her zaman millî iktisadın yahut üstün kamu yararının aleyhine değildir. Bu bağlamda yatırımcının korunması ilkesi, yatırımcıyı çoğunlukla bir fırsatın karşılığı mahiyetindeki şahsî risklerden korumak amacını taşımaz⁷⁶. Dâhilî ve tabîî sermaye piyasası riskinin başladığı noktada; yatırımcının korunması ilkesi susar.

Yatırımcının korunması, sermaye piyasasında kabul edilen diğer ilkelere de kurumsal bakımdan temel teşkil eder⁷⁷. Kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma ilkeleri; esasında yatırımcının korunması anlayışının birer tezahürleridir.

1.1.3.2.2. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim, esasında birtakım alt ilkeleri içeren modern bir yönetim tarzıdır. Öğretide ve bazı kurum ve kuruluşların hazırladığı metinlerde veya raporlarda, kurumsal yönetim farklı şekillerde tanımlanmıştır. Bu tanımlar, lafzî olarak farklılıklar arz etse de; esasında aynı temel felsefenin tezahürleri mahiyetindedirler. Bu noktada asıl mühim olan, kanun koyucu ve düzenleyici idarî otoritenin, bu felsefeyi hangi ölçülerde mevzuata ve uygulamaya yansıtması istediği yahut yansıtılabildiğidir. Gerçekten de kurumsal yönetim

<http://www.rekabet.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FPer%25c5%259fembe%2BKonferans%25c4%25b1%2BYay%25c4%25b1n%2Fperskonfyyn41.pdf> (Erişim: 16.07.2017).

⁷⁶ Rosa, 43; Christian Haarman, Die Prospekthaftung am grauen Kapitalmarkt, Hamburg 2009, 9.

⁷⁷ Bkz. Aytaç, 9.

ilkelerinin düzenlenme tarzı, esasında bir tercih meselesidir⁷⁸. Kurumsal yönetim ilkeleri, kanunlarla düzenlenebileceği gibi; uyulması ihtiyarî birtakım kurullarla da düzenlenebilir⁷⁹. Bu nedenle, kurumsal yönetim kavramını, ideal şirket yönetimine ulaşmak için izlenecek esaslar, ilkeler ve metotlar bütünü ifadesiyle açıklamak yerinde olacaktır⁸⁰.

Kurumsal yönetim kavramı, İngilizce *corporate governance* ifadesinin karşılığı olarak Türkçeye aktarılmıştır. Kavram, tarihî süreç içinde karşılaşılan anonim şirket başarısızlıkları ve çoğunlukla bunlara bağlı olarak gelişen ve iktisadî krizlere yol açan yönetim hatalarını giderme arayışı üzerine ortaya çıkmıştır⁸¹. Avrupa'daki kurumsal yönetime işaret eden ilk geniş kapsamlı metin, *Cadbury Raporu* olarak da bilinen “*Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance*” adlı belgedir⁸². Bu tarihten başlayarak 1990'lı yıllar, İngiltere, ABD ve Avrupa'da kurumsal yönetim ilkelerinin yoğun olarak tartışıldığı ve temellerinin oturmaya başladığı yıllardır⁸³. İlk defa 1999 yılında yayımlanan ve kurumsal yönetim kavramını tüm ilgililerin gündemine taşıyan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ise; önce 2004, daha sonra 2015'de *G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri* adıyla güncellenmiştir. Söz konusu belgenin henüz başlangıç kısmında ve OECD sekreterinin bilgi notunda kaydettiği ifade, kurumsal yönetim ilkeleri ile sermaye piyasası arasındaki bağlantıyı çok açık bir şekilde ortaya koyacak niteliktedir: “İyi kurumsal yönetim kendi başına bir amaç değildir. Uzun dönemli yatırım için öz sermayeye erişime ihtiyaç duyan şirketler için gerekli olan piyasa güveninin ve iş dürüstlüğüünün yaratılması için bir araçtır”⁸⁴. Güven Sak'ın 2000 yılında yayımlanan ve *Corporate Governance* kavramını incelediği makalesinin üst başlığı da bu bağlamda ilgi

⁷⁸ **Andrei Schleifer/Robert W. Vishny**, “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, 52 (2), (1997), 750.

⁷⁹ **Çağlar Manavgat**, “Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi”, *BATIDER*, 24 (2), (2007), 474.

⁸⁰ Benzer şekilde bkz. **Cafer Eminoğlu**, *Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance)*, İstanbul 2014, 1-2. Öğretideki diğer bazı tanımlar için bkz. **Hasan Pulaşlı**, *Corporate Governance (Kurumsal Yönetim İlkeleri) Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model*, Ankara 2003, 4; **Ali Pashlı**, *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*, İstanbul 2004, 15 vd.

⁸¹ **Pashlı**, 12; **Nusret Çetin/Hatice Ebru Töremiş/Zeynep Cantimur**, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistemik Analizi, Ankara 2014, 49; **Pulaşlı**, *Kurumsal Yönetim*, 7 vd.

⁸² Raporun 2.5 numaralı maddesinde kurumsal yönetim, şirketlerin yönetildikleri ve kontrol edildikleri bir sistem olarak ifade edilmiştir. *Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance*, London 1992. (<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>). (Erişim: 15.06.2017).

⁸³ **Pulaşlı**, *Kurumsal Yönetim*, 17 vd.

⁸⁴ *G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri*, 2015. (www.oecd.org). (Erişim: 15.06.2017).

çekicidir: “*Hukuk artık, sermaye birikimi demektir.*”⁸⁵. Yatırımcılar açısından ise kurumsal yönetim, şirkete aktardıkları tasarruflarını garanti altına alma ve kendilerine kazanç olarak geri dönüş yollarını ele almaktadır⁸⁶.

Kurumsal yönetim ilkelerini, dört alt başlıkta incelemek mümkündür. Bunlardan ilki, eşitlik veya dürüstlük esaslarına dayanan *adil yönetim* ilkesidir. Adil yönetim ilkesi, esasında pay sahiplerine karşı eşit davranma yükümlülüğünün bir tezahürü mahiyetindedir. Bu ilkeden sâdır olan en mühim düzenlemelerden biri, Türk Ticaret Kanunu’nun eşit işlem ilkesini düzenleyen 357’nci maddesidir⁸⁷. Adil yönetim ilkesinin doğrudan koruduğu menfaat, pay sahiplerinin menfaatidir. Bununla birlikte, sadece pay sahiplerinin değil; şirketin ticari faaliyetleri ve finansal durumu ile alâkalı tüm paydaşların menfaatlerini dengelemek de adil yönetimin gereğidir⁸⁸.

Kurumsal yönetim ilkeleri kapsamındaki bir diğer alt başlıkta ise *şeffaflık* ilkesi yer almaktadır. Şeffaflık, başta pay sahipleri olmak üzere sermaye piyasasındaki tüm paydaşların tam olarak bilgilendirilmesi ve aydınlatılmasını ifade eder⁸⁹. Şeffaflık ilkesi çerçevesinde, şirketin malî durumu ve yönetim performansı ile ilgili bilgilerin, başta pay sahipleri olmak üzere tüm ilgililerle paylaşılması öngörülür⁹⁰. Şeffaflık ilkesine dair uygulamalar, kamuyu aydınlatma anlayışının geliştirilmesi, şirket ile menfaat ilişkisi içinde bulunan kesimlere bilgi akışının artırılması ve hızlandırılmasını da beraberinde getirecektir⁹¹.

⁸⁵ **Güven Sak**, “*Corporate Governance*”, Görüş Dergisi, Sayı 45, Ekim-Kasım 2000, 56. Müellif, iyi yönetim olarak da Türkçeye aktardığı corporate governance kavramı ile ilgili şunları ifade etmektedir: “*Yöneticilerin verdiği kararlardan çıkarları etkilenebilecek olanların, yöneticileri kontrol ederek, onları hep “doğru” kararlar vermeye teşvik edebilmelerine şirketlerde “iyi” yönetim deniliyor.*” Bu tanımın önem arz eden ve dikkat çekici noktalarından biri, kurumsal yönetim kavramının pay sahipleri veya yatırımcılarla sınırlandırılmamış olmasıdır.

⁸⁶ **Schleifer/Vishny**, 737.

⁸⁷ **Eminoğlu**, 17.

⁸⁸ **Arcan Tuzcu**, Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı İMKB 100 Örneği, Ankara 2004, 25.

⁸⁹ **Çetin/Töremiş/Cantimur**, 49; **Aylin Poroy Arsoy**, “*Kurumsal Şeffaflık ve Muhasebe Standartları*”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, 10 (2), (2008), 21; **Eminoğlu**, 15.

⁹⁰ **Eminoğlu**, 15.

⁹¹ **Paslı**, 74-75. Bununla birlikte, şeffaflık kavramının kamuyu aydınlatma ile eş anlamlı olarak kullanılması da vâkidir: Bkz. **Eminoğlu**, 14; **Sudi Apak/Kamer Hagop Taşçıyan**, “*Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türkiye Uygulaması*”, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler, Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), 83; **Paslı**, 53. Şeffaflık kavramının uygulamadaki tezahürlerinden bir diğeri de, sermaye şirketlerinin internet sitesi kurma zorunluluğuna dair Türk Ticaret Kanunu’nun 1524’üncü maddesidir.

Hesap verilebilirlik ilkesi de, kurumsal yönetimin ilkeleri arasında zikredilmektedir. Şirket idaresi ile görevli kimselerin yetki ve sorumluluk alanlarının tam olarak belirlenmesi ve bu kimselerin pay sahipleri ile olan ilişkilerinin birtakım kurallar çerçevesinde yürütülmesi, hesap verilebilirlik ilkesi kapsamında değerlendirilebilir⁹². Bu, bir bakıma iç sorumluluk olarak da ifade edilebilir ve şirketin yaptığı her türlü işlemin hesabının verilebilmesi ve gerekçelerinin açıklanabilmesi esasına dayanır⁹³. Bu noktada, alınan kararların doğruluğunu kanıtlama ve sorumluluğunu kabullenme gerekliliğine işaret etmek gerekir⁹⁴. Anonim şirketlerde hesap verilebilirlik bakımından, TTK m. 419/2’de düzenlenen iç yönerge, önemli bir uygulamadır⁹⁵.

İç sorumluluğun yanı sıra, kurumsal yönetim kapsamında bir de dış sorumluluk söz konusudur. Hesap verilebilirlik ilkesi daha ziyade şirketin özellikle pay sahipleriyle olan iç ilişkileriyle alakalı iken; dış sorumluluk ise sadece pay sahibi değil, çalışanlar, alacaklılar, tüketiciler ve potansiyel yatırımcılar ve hatta genel ekonomik düzen bağlamında kamu veya devlet gibi menfaat sahiplerini de ilgilendirir. Dış sorumluluk, doğruları teşvik eden ve yanlışları cezalandıran bir kontrol sistemidir⁹⁶. Buna göre şirket tüzel kişiliği adına yapılmış tüm faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye, iç düzenlemelere, toplumsal ve etik değerlere uygunluğunun denetlenmesini gerekir⁹⁷. Bu geniş yorum ise, sosyal sorumluluk faaliyetlerinin de felsefî temellerinden biri olarak kabul edilebilir.

Kurumsal yönetim anlayışındaki esas vurgu, yönetim kurulunun organizasyon ve faaliyetlerinin; işletmedeki diğer tüm menfaat sahiplerini gözeterek ve bunların menfaatlerine uygun olarak hazırlanması ve şekillendirilmesi noktasındadır⁹⁸. Şüphesiz ki, farklı birtakım menfaatlerin karşı karşıya geldiği bir yapıda, ileri sürülen tüm menfaatler tam ve talep edildiği şekilde gerçekleştirilebilmesi mümkün değildir. Fakat bu noktada önemli olan, işleyişin belirli birtakım kurallar ve yaklaşımlar çerçevesinde öngörülebilir hâle getirilmesidir. Kurumsal yönetimin temel nüktesi, yönetimin şahıslardan ve keyfi

⁹² Tuzcu, 24; Çetin/Töremiş/Cantimur, 50.

⁹³ Eminoğlu, 19.

⁹⁴ Tuzcu, 24.

⁹⁵ TTK m. 419/2: “Anonim şirket yönetim kurulu, genel kurulun çalışma esas ve usullerine ilişkin kuralları içeren, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından, asgari unsurları belirlenecek olan bir iç yönerge hazırlar ve genel kurulun onayından sonra yürürlüğe koyar. Bu iç yönerge tescil ve ilan edilir”.

⁹⁶ Tuzcu, 25; Eminoğlu, 23.

⁹⁷ Fatma Pamukçu, “Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, S. 50, Nisan 2011, 135.

⁹⁸ Siebens Herman, “Concepts and Working Instruments for Corporate Governance”, Journal of Business Ethics, 39 (1), (2002), 109.

uygulamalardan ârî tutulması, bu uygulamaların denetlenebilmesi, işleyişe adalet, hakkaniyet ve kuralların hâkim kılınmasıdır.

Türk sermaye piyasasında ise kurumsal yönetim ilkeleri, Sermaye Piyasası Kurulunca 4.7.2003 tarih ve 35/835 sayılı karar ile kabul edilmiş ve Kurumsal Yönetim İlkeleri başlığı altında yayımlanmıştır. Bu ilkeler daha sonra 2011 tarihli Seri: IV, No: 56 Tebliğ ile mevzuata dâhil edilmiş, bu tebliğ de 3/1/2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan II-17.1 Sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği ile yürürlükten kaldırılmış ve Ek-1’deki Kurumsal Yönetim İlkeleri ile SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri son hâlini almıştır⁹⁹. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 17’nci maddesinin 2’nci fıkrasındaki düzenlemede Kurul’a, kurumsal yönetim ilkelerini belirleme ve bunlara uyulmasını kısmen veya tamamen zorunlu tutma, bunlara uyulmasını denetleme ve bunlara uyulmaması hâlinde her türlü tedbiri alma veya alınmasını mahkemeden isteme yetkisi verilmiştir¹⁰⁰. Bu yetki kapsamında ihdas edilen II-17.1 Sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği’nin 5’inci

⁹⁹ Sermaye Piyasası Kurulu’nun kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin düzenleme yetkisi TTK m. 1529 ve SerPK m. 17’ye dayanır. Her iki hüküm de, halka açık anonim ortaklıklarla ilgili kurumsal yönetim esaslarını düzenleme yetkisini Kurul’a vermiştir:

SerPK m. 17/1: “Halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkeleri ile kurumsal yönetim uyum raporlarının içeriğine, yayımlanmasına, ortaklıkların kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirilmesine ve bağımsız yönetim kurulu üyeliklerine ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir.”

TTK m. 1529/1: “Halka açık anonim şirketlerde kurumsal yönetim ilkeleri, yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının esasları ve şirketlerin bu yönden derecelendirme kural ve sonuçları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenir.”

TTK m. 1529/2: “Sermaye Piyasası Kurulunun uygun görüşü alınmak şartıyla, diğer kamu kurum ve kuruluşları, sadece kendi alanları için geçerli olabilecek kurumsal yönetim ilkeleriyle ilgili, ayrıntıya ilişkin sınırlı düzenlemeler yapabilirler.”

¹⁰⁰ SerPK m.17/2: “Kurul, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıkların, niteliklerine göre, kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmaya, buna ilişkin usul ve esasları belirlemeye, verilen süre içinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmemesi hâlinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmesini sağlayacak kararları almaya ve buna ilişkin işlemleri resen yapmaya, herhangi bir süre vermemiş olsa dahi uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemeye, dava açmaya, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemeye, bu işlemlerin yerine getirilmesine ilişkin usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.”

Türk Ticaret Kanunu’nun 1529’uncu maddesinin 1’inci ve 2’nci fıkraları birlikte ele alındığında görülmektedir ki; kurumsal yönetim ile ilgili ilke ve kuralları belirleme şeklindeki Kurul’un yetkisi tekel niteliğindedir. **Ünal Tekinalp**, “TTK Tasarısının Sermaye Piyasasına ve Sermaye Piyasası Kanunu’na İlişkin Hükümleri”, AB Perspektifinden TTK Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri - Uluslararası Konferans (Ed. Korkut Özkorkut), 16-17 Aralık 2007, 29.

Manavgat, 2007 yılında yayımlanan makalesinde, o dönem henüz tasarı olan Türk Ticaret Kanunu’nun Sermaye Piyasası Kurulu’na verdiği bu tekel yetkiyi bir geçiş dönemi uygulaması olarak görmüş ve kurumsal yönetim ilkelerinin oluşturulma ve uygulama sürecinin merkezileştirilmesi açısından yerinde bulmuştur. Ve fakat bunun kalıcı olmasının ileriye donuk gelişimi önleyecek bir tercih olduğunu da ifade etmiştir. Bkz. **Manavgat**, *Kurumsal Yönetim*, 484 vd.

maddesinde, şirketlerin belirtilen bazı kurumsal yönetim ilkelerine uymakla yükümlü olduğu ifade edilmiştir¹⁰¹.

Sermaye Piyasası Kurulunun kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin uyulması zorunlu kurallar koyma yetkisini haiz olması ve II-17.1 Sayılı Tebliğ ile bu yetkisini kullanması; Türk kurumsal yönetim anlayışı ile alâkalı olarak, yaptırım gücü haiz ve etkinlikle beraber değişen şartlara hızla uyum sağlayabilme arayışının varlığını göstermektedir. Kanun koyucu, hem TTK, hem de SerPK bağlamında Kurul'u kurumsal yönetim ilkeleri açısından üstün otorite olarak tayin etmiş; bu çerçevedeki düzenlemelerin ve uygulamaların merkezî bir şekilde planlanmasını istemiştir. Bu yaklaşım, fikri devinimi sınırlayacağı ve gelişmeyi engelleyeceği düşüncesiyle eleştiriye açık olsa da; kurumsal yönetim ihtiyacını ortaya çıkaran iktisadî ve sosyal meselelerin; genelde ticaret hayatı, özelde ise müteşebbis ve araçlar ile yatırımcılar arasındaki ilişkilerden kaynaklandığı dikkate alınırca, anlaşılabilir ve yerinde bir tercih olarak kabul edilebilir.

1.1.3.2.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesi

Sermaye piyasası hukukunda kabul gören kamuyu aydınlatma ilkesi, şeffaflık kavramı ile yakından alâkalı olmakla birlikte; pek çok zaman da eş anlamlı olarak kullanılmaktadır¹⁰². Kamuyu aydınlatma ilkesi, pay sahipleri ile diğer menfaat sahiplerine; şirketin hak ve yararlarını gözetecek şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz ve anlaşılabilir bilgiler sunmayı esas alır¹⁰³. Bu yönüyle, yatırımcının korunmasında bir usul ve uygulama tarzıdır.

Sermaye piyasası hukukunun amaçlarından olan yatırımcının korunması, kurumsal yönetim ilkeleri ile sistemleştirilmeye çalışılmaktadır. Kurumsal yönetimin bilgi odaklı meseleleri ise, artık evrensel ve genelgeçer bir ilke olarak kabul edilmiş olan kamuyu aydınlatma ilkesi ile çözümlenmeye çalışılmaktadır. Çalışma konumuz açısından, kuramdan uygulamaya geçişin merkez kavramını oluşturan kamuyu aydınlatma ilkesini, ayrı bir kısımda ve daha ayrıntılı olarak incelemek şüphesiz ki yerinde olacaktır.

¹⁰¹ Tebliğ ile genel kurul (1.3), yönetim kurulunu yapısı (4.3), yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komiteler (4.5), yönetim kurulu üyelerine ve yöneticilere sağlanan mali haklar (4.6) ile ilgili bazı uygulamalar zorunlu tutulmuştur.

¹⁰² Bkz. **Pahlı**, 53; **Eminoğlu**, 14; **Apak/Taşçıyan**, 83.

¹⁰³ **Apak/Taşçıyan**, 83.

1.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesi

Kamuyu aydınlatma ilkesi, sermaye piyasası hukukunda geçerliliği kabul edilmiş ve bu sahada ihdas edilmiş pek çok düzenlemeye, fikrî ve nazarî bakımdan temel teşkil etmiştir. İzahnameden doğan sorumluluk müessesesi de, kamuyu aydınlatma ilkesinin tezahürlerinden biri olarak; modern sermaye piyasalarında düzenlenen ve üzerinde önemle durulan bir mesele olmuştur¹⁰⁴.

1.2.1. Teorik Arka-Plan: Asimetrik Bilgi Sorunu

Kamuyu aydınlatma ilkesinin teorik arka-planını kavramak; iktisadî düşünceler tarihi dairesinde bir genel girizgâh yapmayı, kanaatimizce zorunlu kılmaktadır. Özellikle kamuyu aydınlatma ilkesi ve ilkeden zuhur eden düzenlemelerin hukukî ve iktisadî meşruiyeti de, bu şekilde dermeyân edilebilecektir. Bu noktada gayemiz, bugün cârî olan düzenlemelerin, hangi iktisadî anlayışların ürünü, neticesi veya etkisiyle söz konusu olduğunu açıklayabilmektir.

İktisadî nazariyeler, tabiatıyla başarılı olacakları iddiasındadırlar ve bu iddia, kuramcıları ve savunucuları tarafından yaşatılır. XVIII. Yüzyıl sonlarında klasik iktisatçılar, iktisadî serbestînin temel şiarı olan *laissez-faire* (birakınız yapsınlar) anlayışının, toplum için kendiliğinden doğan bir düzeni beraberinde getireceğini; tanrı veya doğa tarafından toplumun bir şekilde korunacağını ileri sürmüşlerdir¹⁰⁵. Klasik iktisadın kuramcılarından *Adam Smith* de, bireylerin şahsî menfaatleri doğrultusunda hareket etmesinin ve şahsî menfaatleri esas alan davranışların; piyasadaki görünmez bir el (*invisible hand*) tarafından, toplum için mâkûl bir dengenin ve ortak bir yararın sağlanmasına kanalize edileceği düşüncesindedir¹⁰⁶. Bir başka ifade ile bu fikre göre; devlet müdahalesinden ârî bir piyasa, ferdî ve şahsî menfaatlerin eş zamanlı olarak gerçekleşebileceği bir iktisadî ortam sağlayacaktır.

¹⁰⁴ Bu çalışmada kamuyu aydınlatma ilkesi, zorunlu kamuyu aydınlatma anlayışı çerçevesinde ele alınmıştır.

¹⁰⁵ **Charles S. Telly**, “*The Classic Economic Model and The Nature of Property in the Eighteenth and Nineteenth Centuries*”, *Tulsa Law Review*, 13 (3), (1978), 463; **Arif Ersoy**, *İktisadi Düşünceler ve Teoriler Tarihi*, 3. Basım, Ankara 2008, 272. Ayrıca kendiliğinden doğan düzen kavramı hakkında bkz. **Steven Horwitz**, “*Smith'ten Menger'e ve Hayek'e: Kendiliğinden Doğan Düzen Geleneğinde Liberalizm*” (Çev. A. Yayla), *Liberal Düşünce*, S. 64, (2011), 91-107.

¹⁰⁶ **Telly**, 469; **Ersoy**, 291; **Gülten Kazgan**, *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*, 18. Basım, 2012, 59.

Kendiliğinden doğan bir düzenin mevcut olduğunu savunan iktisadî liberalizm ve öngördüğü serbest piyasada, ilgililerin ihtiyaç duyduğu tüm bilgileri elde edilebilecekleri ve dolayısıyla yatırımcıların tam bir bilgiye sahip olduğu varsayılır¹⁰⁷. Bunun gibi, hür dünyanın ana iktisadî akımını temsil eden ve klasik iktisat kuramının revize edilmiş bir türevi olan neo-klasik iktisat kuram çerçevesinde de; piyasadaki fiyat-kalite bilgilerinin ulaşılabilir olduğu ve tam rekabet şartlarının mevcudiyeti kabul edilmektedir. Mamâfih, bu kurgunun teorideki başarısını, pratik hayatta gösterdiği ise çoğu zaman vâki değildir¹⁰⁸.

Klasik iktisatçı anlayışın hâkim olduğu süreçte, ciddi bir sermaye birikimi sağlanmış; teknoloji ve makineleşme ile beraber üretim ve verimlilik artmıştır. Bununla birlikte işsizlik ve sefalet de aynı ölçüde artmış; gelir dağılımındaki adaletsizlik de büyük bir mesele olarak kendini göstermiştir. Üretim ve verimliliğin artmasına rağmen ortaya çıkan bu tablo, klasik iktisat anlayışının bir başarısızlığı olarak görülmüş; klasik iktisat anlayışını revize eden yahut klasik iktisat anlayışına bir tepki mahiyetindeki farklı iktisadî görüşlerin ileri sürülmesini beraberinde getirmiştir. 1929'daki *Büyük Buhran* sonrası, *laissez-faire* (*birakınız yapsınlar*) şiarı yerini; devletin ekonomiyi yönlendirici bir rol üstlenmesini öngören, Keynesyen iktisat anlayışına bırakmıştır¹⁰⁹.

Devletin iktisadî hayata müdahalesi; aşırı serbestî ve denetimsizliğin vahim sonuçlara yol açtığı sermaye piyasalarında, bilgi dağılımındaki adaletsizliğe odaklanmıştır. Kusursuz ve kendinden beklenen işlevleri tam olarak yerine getiren bir sermaye piyasasında; bilginin, tam ve âdil bir şekilde dağıldığı kabul edilir. Bununla birlikte, iktisadî liberalizmin ve piyasa ekonomisinin uzantısı mahiyetindeki tüm alt sistemlerde, ilgililer ve özellikle alıcıların, tam ve etkin bir bilgiye sahip olması; bilginin piyasadaki tüm paydaşlara dengeli bir şekilde dağılması pek muhtemel değildir. Sermaye

¹⁰⁷ **Ahmet Bayraktar**, “*Etkin Piyasalar Hipotezi*” Aksaray Üniversitesi İİBF Dergisi, 4 (1), (2012), 39; **M. Fevzi Esen**, “*Finansal Piyasalarda Bilgi Asimetrisi Kaynakları ve İçerideki Bilgi*”, Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, 8 (40), (2015), 700; **Oğuz Altun**, “*Nasıl Bir Düzenleme? Aksak Piyasa Yaklaşımı Çerçevesinde Düzenleyici Kurumların Tavrı*”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağanı, Ankara (2013), 188.

¹⁰⁸ **Utku Altınöz**, “*Egemen Neo Klasik İktisata Eleştirel Yaklaşım: Post Otistik İktisat ve 2008 Ekonomik Krizinin Post Otistik Analizi*”, Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, 7 (29), (2014), 16; **K. Kıvanç Karaman**, “*Hukuk, Siyaset ve Uzun Dönemli İktisadi Gelişme*”, Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi, C. 35, S. 2, (2013), 32; **Esen**, 700.

¹⁰⁹ **Elisabeth Keller/Gregory A. Gehlmann**, “*Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934*”, Ohio State Law Journal, Vol. 49, (1988), 329; **Ersoy**, 563; **Kazgan**, 233; **Esen**, 700.

piyasalarında da, tasarruf sahibi yatırımcıların – özellikle bireysel yatırımcıların – diğer paydaşlara nazaran daha az bilgi sahibi olduğu malumdur¹¹⁰.

Bilginin tam ve etkin olmadığı, taraflar arasında dengeli ve âdil bir şekilde dağılmadığı bu gerçeklik, literatürde *asimetrik bilgi* kuramı ile açıklanmıştır. *Asimetrik bilgi* ya da *bilgi asimetrisi*, işlemin taraflarından birinin diğeri hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması yahut bir tarafın diğere nazaran daha fazla bilgiye sahip olması olarak ifade edilebilir¹¹¹.

Asimetrik bilgi kavramını literatüre kazandıran *Akerlof*, meselenin özünü ikinci el araç piyasası örneğinden yola çıkarak izah etmiştir. Müellif, ikinci el araç piyasasında alıcıların, araçlar hakkında, satıcılarına yani mevcut sahiplerine nazaran daha az bilgi sahibi olduğu; bu nedenle araçların gerçek maddî değeri hakkında ancak tahmini ve ortalama değerden daha düşük bir değer biçebileceklerini ifade etmektedir. Kendi araçlarının, biçilen bu ortalama değerden daha fazla edeceğini düşünen iyi (bakımlı, hasarsız vs.) araç sahipleri, muhtemelen araçlarını satmaktan vazgeçecek veya satmayı erteleyerek piyasadan çekilecektir. Bununla birlikte, araçlarının gerçek değeri, biçilen bu tahminî ve ortalama değerden daha düşük olan kötü (limon) araç sahipleri ise, araçlarını satmakta istekli olacak ve bu tür araçlar piyasaya hâkim olacaktır¹¹².

İkinci el araç piyasasında olduğu gibi, sermaye piyasasında da limon niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının ticarete konu olması mümkündür. Piyasadaki asimetrik bilgi dağılımını nedeniyle, tam ve doğru bilgiye sahip olmayan yatırımcı, almayı düşündüğü sermaye piyasası aracının getirilerini ve muhtemel risklerini tam olarak öngöremeyeceğinden; piyasada oluşan ortalama veya spekülasyon fiyat üzerinden alım yapacaktır. Bir ikinci seçenek olarak ise, tasarrufunu sermaye piyasasında değerlendirmekten vazgeçecektir. Bunun yanı sıra, iyi sermaye piyasası araçları da gerçek

¹¹⁰ **Çetin**, *Yatırımcının Korunması*, 6; **Şakar**, 4; **Saim Kılıç**, “Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Açısından Mevzuata Uyum Kapasitelerinin Geliştirilmesi”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Sayı 56, (Eylül 2008), 2.

<http://www.saimkilic.com/doc/ml1tren.pdf> (Erişim: 18.05.2017).

¹¹¹ **George A. Akerlof**, “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), (1970), 488-500; **Murat Ertuğrul**, “Asimetrik Bilginin Hissedar Değerine Etkisi”, *Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri*, Eskişehir (2009), 82; **Salih Şimşek/Âdem Karakaş**, “Asimetrik Bilgi – İktidar ve Kurumsal Düzenleme Üzerine”, *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, 20 (4-5), (Kasım 2006-Şubat 2007), 21; **Esen**, 701; **Altun**, 194.

¹¹² **Akerlof**, s. 489, 490. *Limon*, Amerikan konuşma dilinde, ikinci el ve kötü, kalitesiz, bekleneni vermeyen araç anlamında kullanılmaktadır.

değeri üzerinden alıcı bulmakta zorlanacağı için; nitelikli sermaye piyasası araçları ihraç edebilecek ihraççılar ve bunları elinde bulunduran diğer satıcılar ise, satış yapma konusunda isteksiz davranacaklardır. Dolayısıyla kaynak transferi ve buna bağlı olarak sermaye piyasasının işlevlerinin gerçekleşmesi mümkün olmayacak; bir başka ifade ile sermaye piyasası başarısız olacaktır.

Bu noktada, sermaye piyasasının işlevselliği ve etkinliği bakımından, yatırımcıların sermaye piyasası araçları ile ilgili bilgilere kolaylıkla ve düşük maliyetle ulaşabilmesi ve bu ulaşılan bilgilerin tam ve gerçeğe uygun olması, fon akışının sağlanması açısından son derece önemlidir¹¹³. Asimetrik bilgi rantı; bilgi sahibi olanların, bilgi sahibi olmayanlar veya nispeten daha az bilgi sahibi olanlar karşısındaki iktisadi avantajları¹¹⁴ ortadan kaldırılmadığı veya en aza indirgenmediği sürece; sermaye piyasasının, yatırımcılar için herhangi bir cazibesi söz konusu olmayacaktır. Sermaye piyasasında uzmanlaşma ve iş bölümünün yoğunlaşması, asimetrik bilgi rantını artış temayülüne sokmuştur. Sermaye piyasası, günden güne daha karmaşık bir hâl almakta, işlem türleri artmakta, yatırım araçları ve piyasa paydaşları ile ilgili düzenlemeler ve tebliğler, hâkim olunması güç ve meşakkatli bir işleyişi, uzmanlık isteyen bir yapıyı ortaya çıkarmaktadır. Bu yapı içinde, ortalama bir yatırımcının, ilgilendiği sermaye piyasası aracı, ihraççısı ve bunların geleceğiyle ilgili gerekli ve yeterli bilgiye, kendi öz çabası ile ulaşması ise neredeyse imkânsız hâle gelmiştir¹¹⁵.

Sermaye piyasasında da, ticarî itibarı ve güvenilirliği yüksek şirketlerin gönüllü bazı açıklamaları¹¹⁶ ile özel bilgi üretimi mahiyetindeki bağımsız derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları tarafından gerçekleştirilen analizler ve sunulan raporlar, ihraççı konumundaki şirketler hakkında, yatırımcılar için birer bilgi kaynağıdır. Bunun gibi, şirketlerin internet siteleri, ekonomi ve finans yayınları gibi açık kaynaklar da, bilgiye ulaşmada faydalı olmaktadır.

¹¹³ Ertuğrul, 80.

¹¹⁴ Şimşek/Karakaş, 24.

¹¹⁵ Asimetrik bilgi rantının önlenmesi için *Akerlof*, riskin alıcıya değil de satıcıya yüklenebilmesini sağlayan garanti müessesesi; bilgi eksikliğinden kaynaklanana kalite belirsizliğinin önüne geçmek için ise marka, lisans ve ruhsat verme gibi uygulamaların söz konusu olabileceğini ifade etmiştir. Bkz. *Akerlof*, 499. Sermaye piyasası bakımından da, bu önerilerin uygulama alanı bulabileceği açıktır. İzahnamede sorumlu olacaklar arasında yer verilebilecek olan garantör, ihraççının veya aracı kuruluşun telkin ettiği güven, Kurul'un onayı veya borsa kotuna dâhil olma bu kapsamdaki uygulamalardır.

¹¹⁶ Ertuğrul, 88; Haluk Duman, “*Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama*”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 50, (2011), 117.

Bilgi dağılımı açısından daha avantajlı konumda bulunan ihraççılara yüklenen zorunlu açıklama yükümlülükleri de, sıkça başvuru alan, etkin ve amaca matuf bir düzenleme usulüdür.

1.2.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Ortaya Çıkışı ve Tekâmül Serüveni

Kamuyu aydınlatma ilkesinin ortaya çıkış ve tekâmül serüveni, bir bakıma sermaye piyasalarının da tarihçesi olarak telakki edilebilir. Modern sermaye piyasaları için önem arz eden birçok vaka veya vakıa; aynı zamanda kamuyu aydınlatma anlayışının temel bir ilke olarak kabul edilmesini sağlayan birer kilometre taşı mahiyetindedir. Kamuyu aydınlatma ilkesi, ilk olarak Anglosakson hukuk sisteminde; daha sonra ise Kara Avrupa’ında kabul edilmiştir¹¹⁷.

1.2.2.1. İngiliz Hukuku

Kamuyu aydınlatma ilkesinin tam manasıyla nazarî ve kurumsal bir tezahürü mahiyetinde olmamakla beraber; ilkenin fikri tekâmül sürecinin başlangıcını XVIII. Yüzyıl başlarına kadar götürmek mümkündür. Bu dönemde menkul kıymet ticareti, büyük ölçüde spekülasyonlu bir nitelik arz etmekteydi. Bu spekülasyonların tipik ve en meşhur örneği, *South Sea Company* hadisesinde görülmüştür¹¹⁸. 1711 yılında kurulan *South Sea Company*, İspanyol Güney Amerika ile ticaret yapma tekelini elde etmiş¹¹⁹, bu çerçevede umut vadeden tanıtım ve propagandalarla, şirketin hisse senetleri muazzam bir yükseliş

¹¹⁷ Kamuyu aydınlatma ilkesinin, ilk olarak Anglosakson hukuk sisteminde ortaya çıktığı kabul görmeye birlikte; menşeyinin ABD hukuku mu İngiliz hukuku mu olduğu tartışılmıştır. İlkeye ABD hukukundan neşet ettiği ve ABD’deki “*Mavi Gök Kanunları*”nda ilk tezahürlerinin görüldüğü ya da ilkenin ilk ortaya çıkışının 1800’lü yıllardaki İngiliz şirketler hukuku düzenlemeleri olduğunu savunulur. Bkz. **Güzin Üçışık**, “*Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*”, Beykent Ü. Sosyal Bilimler Dergisi, 3(1), 2009, 4, dn. 5; **Haluk Kabaalioglu**, *Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, İstanbul 1985, 27. *İhtiyar*, bu tartışmaları derinlemesine değerlendirdikten sonra, kamuyu aydınlatma ilkesinin doğum menşeyinin İngiliz hukuku, gelişim menşeyinin ise ABD hukuku olduğunu ifade etmiştir. Bkz. **Mustafa İhtiyar**, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, İstanbul 2006, 6 vd.

¹¹⁸ **James Edward Auffenorde**, *A Historical Study of the Evolution of the Prospectus under the Securities Act of 1933*, A Thesis presented to The Faculty of the Graduate School of Business Administration Duquesne University, 1969, 6.

¹¹⁹ **Julian Hoppit**, “*The Myths of The South Sea Bubble*”, *Transactions of the Royal Historical Society* Vol. 12 (2002), 141.

kaydetmiş; fakat bu tanıtım ve propagandaların mesnetsiz ve gerçeğe aykırı olmasının anlaşılması ile hisse senetlerinin değeri, keskin bir düşüş yaşamıştır¹²⁰.

South Sea Company örneğinde olduğu gibi, benzer birtakım spekülatif krizler neticesinde, yatırımcıların uğradığı ağır ve yıkıcı zararların yol açtığı bir tepki mahiyetindeki *Bubble Act of 1720*¹²¹ (*Köpük Kanunu*) olarak anılan düzenleme; İngiliz Parlamentosu tarafından kabul edilmişti. Fakat bu düzenleme, o derece katı hükümler ihtiva ediyordu ki; iktisadî gelişmeler ve sanayi devrimine rağmen, menkul kıymet ticaretini neredeyse durma noktasına getirmişti¹²². Kanunun uygulanmasının sermaye piyasasını işlevsiz kıldığı görülünce, daha geniş kapsamlı bir reform ihtiyacına binaen; 1841’de *William Gladstone* başkanlığında bir komite kuruldu¹²³. Komite çalışmalarının bir sonucu olarak; yatırımcıların, teşebbüslerin iç yüzünü öğrenebilmeleri açısından bilgilendirilmelerini öngören ve kamuyu aydınlatma anlayışının açık bir şekilde belirginleştiği *Companies Act 1844* yürürlüğe girmiştir¹²⁴.

¹²⁰ **Kabaalioğlu**, *Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, İstanbul 1985, 20; **İhtiyar**, 12; **Asuman Turanboy**, *İnsider Muameleleri*, Ankara 1990, 10-11. 1720 yılı başlarında *South Sea Company* şirketin hisse senetlerinin fiyatı 130 sterlin iken; yapılan propagandalar sonucunda, Haziran ayında 1000 sterline yaklaşmıştı. *South Sea Company* hisselerinin yükselişi kadar olmasa da, aynı dönemde *The East India Company* hisseleri % 100’ün üzerinde, *Bank of England* hisseleri ise % 60 civarında bir yükseliş kaydetmişti. 1721 baharıyla beraber ise, her üç şirketin hisseleri de, 1720 yılı başlarındaki fiyata gerilemişti. Yaşanan krizin büyüklüğüyle ilgili kesin ve net rakamlar mevcut olmamakla beraber; krizden etkilenen 190’a yakın anonim şirket ve yatırım projesinin söz konusu olduğu ve bu projelere yapılan yatırımların toplamı ile ilgili olarak 93,6 milyon £ ile 300 milyon £ rakamlarının telaffuz edildiği ifade edilmektedir. Bkz. **Hoppit**, 143-144.

Benzer bir spekülatif hadise de aynı yıl Fransa’da yaşanmıştır. *John Law* isimli şahıs, *Mississippi Vadisi*’nde başta altın olmak ciddi miktarda değerli madenlerin bulunduğunu ve yerli halkın bunların değerini bilmedikleri için, bunlara sahip olmanın çok kolay olacağı şeklinde bir tanıtım faaliyeti ile *Louisiana Company* hisselerini halka satmıştı. Bu beklentinin boş ve gerçek dışı olduğu ise 1720 yılında kesin olarak anlaşılmişti ve hisse senetleri birer kâğıt parçasına dönüşmüştü. Bkz. **Kabaalioğlu**, *Kamuyu Aydınlatma*, 18-19.

¹²¹ *Bubble Act*’ın, yatırımcıları dolandırıcıların tuzaklarından korumayı amaçlayan ilk düzenlemeler olarak anılır. **Richard W. Painter**, *Ethics and Corruption In Business and Government: Lessons From the South Sea Bubble and the Bank of the United States*, *Minnesota Legal Studies Research Paper N. 32*, 2006, 10.

¹²² **Kabaalioğlu**, *Kamuyu Aydınlatma*, 21; **Painter**, 15. Kanunda, usulüne uygun şekilde düzenlenmeyen sözleşmelerle halktan para toplayan şirketlerin yaptığı işlemlerin geçersiz sayılacağı, bunların işlemlerine aracılık yapanların ruhsatlarının iptal edileceği, zarara uğrayanların zararlarının üç misline kadar tazminat talep edebileceği gibi ağır hükümler yer almaktaydı. Bkz. **Bernard J. Kilbride**, “*The British Heritage of Securities Legislation in the United States*”, *Southwestern Law Journal*, 17 (2), (1963), 261.

¹²³ **Kilbride**, 262.

¹²⁴ **Joseph Gross**, “*Protecting the Investor in a Public Company A Comparative View*”, *McGill Law Journal*, 24 (3), (1978), 490; **Kilbride**, 262; **İhtiyar**, 13; **Kabaalioğlu**, *Kamuyu Aydınlatma*, 21; **Painter**, 15.

Companies Act 1844, izin sisteminin¹²⁵ yanı sıra; tüzel kişilik kazanmak isteyen anonim şirketlerin, kamuyu aydınlatma (*disclosure*) ilkesi çerçevesinde, birtakım esasları yerine getirmesini öngörmüştür¹²⁶. İngiliz şirketler hukukunda bir kilometre taşı olan bu kanunda, yatırımcıların yatırım kararlarını almalarına yardımcı olmak için, kapsamlı ve ayrıntılı bir izahnamenin yayımlanmasını öngörülmüştür¹²⁷.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin İngiltere'deki gelişim süreci ile alâkalı olarak; Lordlar Kamarası tarafından karara bağlanan, *Derry v. Peek 1889* davası da önemli bir vakadır. *Plymouth, Devonport and Stonehouse Tramways Company* adlı şirketin yöneticileri, yayımladıkları bir izahname ile buhar teknolojisiyle çalışan tramvay işletme imtiyazını elde ettiklerini; bu çerçevede kazançlı bir yatırım fırsatı sunduklarını kamuya duyurmuşlardı. Bu imtiyaz henüz elde edilmemiş olmasına rağmen; imtiyazın elde edileceğine dair hem şirket yöneticilerinde, hem de kamuoyunda mâkûl ve anlaşılabilir bir beklenti hâsıl olmuş, ancak bu beklenti birtakım sebeplerle gerçekleşmemiştir¹²⁸. Lordlar Kamarası, şirketin iyi niyetli olduğu ve yatırımcıyı kandırma amacıyla olmadığından bahisle, şirketin ve yöneticilerinin sorumlu olmadığı yönünde karar vermiştir. Fakat bu karara karşı, kamuoyunda ciddi tepkiler yükselmiş; bu tepkiler neticesinde kanun koyucu, 1890 tarihli Kanun ile izahnamedeki yanıltıcı bilgilerden dolayı, yöneticilerin ve kurucuların sorumlu olacağı yönünde bir düzenleme yapmıştır¹²⁹.

1895 tarihinde, *Lord Davey* başkanlığındaki komisyonun raporunda; izin sisteminin handikaplarından yola çıkarak, tam manasıyla kamuyu aydınlatma sistemine geçilmesi tavsiye edilmiştir¹³⁰. Raporun ardından, 1900 tarihli *Companies Act* yürürlüğe girmiş ve bu

¹²⁵ İzin veya liyakat sisteminde, halka arzı mevzubahis olan sermaye piyasası araçları, yetkili idarî otorite tarafından incelenmekte; inceleme sonucunda bunların halka arzında kamu yararına aykırı veya yatırımcıyı aldattıcı bir nitelik taşımadığı kanaatine varılırsa, ihraçlarına izin verilmektedir. Bu sistemde kamu otoritesi, sermaye piyasası aracının ve ihraççının sağlamlığını, güvenilirliğini ve hatta sermaye piyasası aracının tatmin edici bir kazanç getirip getirmeyeceği hususunu değerlendirme konusu yapmaktadır. Sistemde, kamuyu aydınlatmaya veya bilgilendirmeye kural olarak gerek yoktur; kamu otoritesinin bilgilendirilmesi yeterlidir. Bir başka ifade ile devlet, yatırımcılara âdeta vekâlet ederek onlar adına gerekli inceleme ve değerlendirmeleri yapmaktadır. Bkz. **İhtiyar**, 51; **Küçüksozen**, 15; **Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma*, 30 vd.

¹²⁶ **Ünal Tekinalp**, Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri 'Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile', Gözden geçirilmiş ve genişletilmiş 2. bası, İstanbul 1979, 23; **Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma*, 22.

¹²⁷ **Gross**, 490; **Kilbride**, 263.

¹²⁸ **Frederick Pollock**, "*Derry v. Peek In The House of Lords*", *Law Quarterly Review*, 5 (4), (1889), 420.

¹²⁹ **Kilbride**, 266; **İhtiyar**, 14; **Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma*, 32.

¹³⁰ Raporda, devletin menkul kıymetlerin sağlamlığını, güvenilirliğini veya kazanç getirebilirliğini değerlendirme görevi olmaması gerektiği; aksi bir yaklaşımın, gereksiz bürokrasiye ve olağan piyasa

kanunda izahnamede yer alması gereken hususlar ayrıntısıyla belirtilmiş¹³¹; izahnamede yer alan gerçek dışı beyanlar nedeniyle doğacak haklardan feragat anlamına gelen anlaşmaların da, geçersiz sayılacağı ifade edilmiştir¹³².

Lord Kylsand Case ya da *The Royal Mail Case* olarak bilinen bir başka davada ise, yetersiz kamuyu aydınlatmanın yol açtığı zararlar, uyuşmazlık konusu edilmiştir. *Royal Mail Steam Pocket Company*, I. Dünya Savaşı esnasında ve devamındaki süreçte, başarılı bir ticaret yürütmüş ve bunun sonucunda önemli miktarda gizli yedek akçeye sahip olmuştur. 1921 ile 1927 arasında, şirketin işleri bozulmasına rağmen; şirket bu yedek akçeler, kullanarak, eskiden olduğu gibi ortaklarına kâr dağıtmaya devam etmiş; şirketin başarılı ve kazanç elde etmeye devam ettiği görüntüsü korunmuştur. Fakat bu işleyiş çok uzun sürmemiş; şirket bir süre sonra iflas etmiştir. Bu hadisedeki dikkat çekici husus, şirketin yürüttüğü strateji ve gerçekleştirdiği işlemlerin, kanuna aykırı olmamasıdır. Bu hadisenin müsebbibi olarak, kamuyu aydınlatma ilkesini, açıkça ve doğrudan düzenlemeyen İngiliz kanun koyucu olarak işaret edilmiştir ve bu hadiseden bir süre sonra, *Companies Act 1940* yürürlüğe girmiştir¹³³.

Ada'da yaşanan bu gelişmeler, kamuyu aydınlatma ilkesinin çok da hızlı olmamakla beraber, yaşanan tecrübeler üzerine bina edilmiş, istikrarlı ve sağlam bir tekâmül sürecinin neticesinde geliştiğini göstermektedir.

1.2.2.2. Amerika Birleşik Devletleri Hukuku

Amerika Birleşik Devletleri'nde, kamuyu aydınlatma ilkesinin ilk hüzmeleri, hileli ve aldatıcı işlemlere karşı yatırımcıyı korumayı amaçlayan ve otuz altı eyalette kabul edilmiş olan ve *Blue Sky Laws (Mavi Gök Kanunları)* olarak adlandırılan düzenlemelerdir. 1900'lü yılların başında Amerikan halkı, yüksek enflasyon oranlarının da etkisiyle, yüksek kazanç getirebilecek bazı yatırım arayışlarına girmiştir. Bu arayışlar, özellikle madencilik, petrol, inşaat, patent geliştirme gibi sektörlerde, spekülâtif menkul kıymet işlemlerinin

risklerinin devletin sırtına yüklenmesine neden olacağı ifade edilmiştir. Bkz. **Kabaaliöglü**, *Kamuyu Aydınlatma*, 25.

¹³¹ **Edward Manson**, "The Companies Act, 1900", *The Law Quarterly Review*, 16 (4), (1900), 415; **Gross**, 490; **Kilbride**, 266.

¹³² **Kabaaliöglü**, *Kamuyu Aydınlatma*, 25; **Auffenorde**, 7.

¹³³ Bkz. **Arthur Stiebel**, "Inferences from A Prospectus", *The Law Quarterly Review*, Vol. 48, (1932), 44; **Tekinalp**, *AO Bilançosu*, 23;

artmasına yol açmıştır. Menkul kıymet spekülörleri, dünyayı sarsan buluşlar, yeni projeler ve servet hikâyeleri ile yatırımcıların hayal ve heyecan dünyasına hitap eden yatırım fırsatları sundular; fakat nihayetinde, gerçek dışı ve abartılı vaatlerle gerçekleşen satışlar sonucunda yatırımcılar, çok büyük ve yıkıcı zararlara uğradılar¹³⁴.

Kansas eyalet bankacılık komiseri *J. N. Dolley*, 1910'da *mavi gökyüzünün ticaretini yapan* bu tacirlere karşı etkili bir algı operasyonu başlatmıştır. Bu propaganda kapsamında, sadece mavi gökyüzünü satan tacirlere karşı bir mücadeleyi esas alınmamış; aynı zamanda yatırım konularında, halka tavsiyelerde bulunmak suretiyle de yardımcı olunması gerektiği de ileri sürülmüştür¹³⁵. Bu başarılı algı yönetimi sonucunda, *the Kansas Act of 1911* yürürlüğe girmiştir. Diğer on dört eyalette de, benzeri düzenlemelerle Kansas'ı takip edilmiştir. Bu kanunlar kısaca, kamu otoritesinden izin alınmaksızın bir menkul kıymetin ihracının veya satışının gerçekleştirilemeyeceğini hüküm altına alıyordu¹³⁶. Teorik bağlamda büyük umut bağlanan bu kanunlar, pratikte ise bekleneni vermekten uzak kaldı. Kanunların uygulanması noktasında, salt bürokratik bir anlayışın hâkim olması, yasaları uygulayan görevlilerin yetersiz ve politize olması, ciddi birer sorundu. Bunun yanı sıra, eyaletler arasındaki, menkul kıymet ticaretini kendine çekme noktasındaki rekabet, kanunların ve sistemin zaman içinde gevşemesine neden olmuştu. Bunun yanı sıra anayasaya aykırılık iddialarının da etkisiyle, mavi gök kanunlarının pek çoğu, yürürlüğe girdikten birkaç yıl sonra değiştirildi¹³⁷.

Blue Sky Laws, eyaletler arasında farklılıklar göstermiş ve fakat iki temel anlayış ön plana çıkmıştır; *antifraud* (menkul kıymet dolandırıcılığıyla mücadele) ve *licensing* (menkul kıymet ticaretinin ruhsata bağlanması)¹³⁸. Bununla birlikte, bu düzenlemelerin yatırımcıyı korumadaki yetersizliği, özellikle *antifraud* hükümlerinin uygulanmasında kendini göstermişti. Dolandırıcılık vakalarında genellikle savcılık soruşturması esnasındaki uzlaşma ve para iadesi uygulamaları, sistemi etkisiz ve yatırımcıyı korumaktan uzak kılmıştı¹³⁹. Bunun yanı sıra kanunlar, etkili bir bilgilendirme ve açıklama yükümlülüğü de

¹³⁴ **Jonathan R. Macey ve Geoffrey P. Miller**, “*Origin of the Blue Sky Laws*”, *Texas Law Review*, 70 (2), (1991), 355.

¹³⁵ **Robert R. Reed**, “*Blue Sky Laws*”, *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 88, (1920), 178.

¹³⁶ **Reed**, 179; **Macey/Miller**, 361.

¹³⁷ **Reed**, 179-180; **Macey/Miller**, 380 vd.; **Keller/Gehlmann**, 332-333.

¹³⁸ **Keller/Gehlmann**, 331.

¹³⁹ **Keller/Gehlmann**, 332; **Auffenorde**, 9.

öngörülmemiştir¹⁴⁰. Bu bakımdan *Blue Sky Laws*, izin yahut liyakat sisteminin tipik bir örneği olarak gösterilmektedir. Nitekim düzenlemelerin fikir babası *Dolley*, yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun, bir tür vesayet altına alınması gerektiğini ifade ederek; 1911-1933 yılları arasındaki sistemin temel yaklaşımını ortaya koymuştur¹⁴¹.

1929 yılına gelindiğinde, *Büyük Buhran* ile New York Borsasında işlem gören hisse senetlerinin toplam değeri; 89 milyar dolardan 15 milyar dolara düşmüştü ve sermaye piyasası ve borsaya olan güven tamamen yok olmuştu. Bu iktisadî kaos ve çöküşten kurtulmak ve de sağlıklı işleyen bir sermaye piyasasının oluşturulması için bir reform ihtiyacı, daha belirgin bir hâle gelmiştir¹⁴². Başkan Roosevelt, göreve başlamasının hemen akabinde, seçim vaatleri doğrultusunda, 29 Mart 1933’de Kongre’ye bir mesaj göndererek, kamuyu aydınlatma ilkesini işaret eden bir kanunun hazırlanması gerektiğine dikkat çekmiştir¹⁴³. Bunun üzerine Kongre, 1933’de *Menkul Kıymetler Kanunu (The Securities Act-The Act 1933)* ve 1934’de *Menkul Kıymetler Borsa Kanunu’nu (The Securities Exchange Act-The Act 1934)* çıkarmış ve 1934 tarihli Kanun ile *SEC (Securities and Exchange Commission – Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)* ABD sermaye piyasasında düzenleyici otorite olarak yetkilendirilmiştir. *The Securities Act of 1933*’de, hem kamuyu aydınlatma esasına bağlı bir sorumluluk rejimi, hem de idarî ve cezaî yaptırımları ile etkin bir yatırımcıyı koruma mekanizması hedeflenmiştir. *The Securities Exchange Act of 1934*’de ise, borsa ve menkul kıymetler işlemleri ile sürekli kamuyu aydınlatma uygulamalarını düzenlenmiştir¹⁴⁴. Sistemin ana kolonlarını teşkil eden kanunların felsefî

¹⁴⁰ Eyalet yasaları, halka açık şirketlere işlevsel ve detaylı bir açıklama yükümlülüğü getirmemiştir. Pay sahipleri, daha ziyade bireysel dava yoluyla bilgi talebinde bulunabiliyorlardı. *Antifraud* (menkul kıymet dolandırıcılığıyla mücadele) hükümleri, dolandırıcılığın ancak menkul kıymetin satışı esnasında işlendiği veya gerçekleşeceğine dair kuvvetli delillerin varlığı hâlinde uygulanıyordu. Bu ise, yatırımların bilgiye bağlı olmayan tahminlerle ya da âdeta bir kumar niteliğinde yapılmasını engellemedi. **Keller/Gehlmann**, 331; **Steven A. Ramirez**, “*The Virtues of Private Securities Litigation: An Historic and Macroeconomic Perspective*”, *Loyola University Chicago Law Journal*, Vol. 45, (2014), 677.

¹⁴¹ **Üçışık**, 4; **İhtiyar**, 17; **Kabaalioğlu**, Kamuyu Aydınlatma, 50; **Macey/Miller**, 395.

¹⁴² **Keller/Gehlmann**, 330; **Ramirez**, 680; **Auffenorde**, 14.

¹⁴³ **Kabaalioğlu**, 53; **Ramirez**, 680. Başkan Roosevelt’in gayriresmi danışmanı olarak görülen Felix Frankfurter koordinesindeki komisyonun çalışmalarında, İngiliz kamuyu aydınlatma anlayışı ve İngiliz şirketler hukuku deneyimlerinden oldukça faydalanılmıştır. Bkz. **Keller/Gehlmann**, 341-342.

¹⁴⁴ **Ramirez**, 681; **Keller/Gehlmann**, 347. Sürekli (Dönemsel) kamuyu aydınlatma, mevzuat çerçevesinde belirli dönemlerde açıklanması öngörülen finansal tablolar, yönetim kurulu yıllık faaliyet raporları ve bağımsız denetim raporlarının kamuya açıklanması esasına dayanmaktadır. **Yanlı**, *Kamunun Aydınlatılması*, 115 vd.; **Manavgat**, *Halka Arz*, 199.

özü ise, yüksek mahkeme yargıcı *Louis Brandies*'in şu ifadesinde tebarüz etmektedir: “*Güneş ışığı en iyi dezenfektandır; elektrik ışığı ise en etkili polistir*¹⁴⁵”.

The Securities Act of 1933, tam anlamıyla kamuyu aydınlatma ilkesini yansıtır. Kanun için, çürük yumurtalar kanunu (*rotten eggs statute*) benzetmesi yapılmaktadır¹⁴⁶. Buna göre, çürük olduklarını söyledikten sonra, çürük yumurtaları halka satmakta bir beis yoktur. Gerçekten de Kanun'da, tam ve etkin bir bilgilendirme yapılmasını öngörülmekte; fakat sunulan bilgilerin doğruluğunun kamu otoritesi tarafından garanti edilmediğinin altı da çizilmektedir. Söz konusu düzenlemeye göre, menkul kıymetlerin ihracı, bunların tam ve etkin bir bilgilendirmeyi içerecek şekilde, SEC bünyesinde kayıt altına alınmasına bağlıdır¹⁴⁷. Kayda alma başvurusu için lazım olan belgeler arasında, izahname de bulunmaktadır.

Bu düzenlemeler, önemli hiçbir hususun dışarıda kalmayacağı, tam bir bilgilendirme yoluyla yatırımcının etkin bir şekilde korunmasını hedefler. Bu metot uygulanırken, kamu otoritesi hiçbir şekilde ihracı söz konusu olan menkul kıymetin mevcut değeri veya kazanç getirip getirmeyeceği noktasında bir garanti vermez. Kamuyu aydınlatma ilkesinin öne çıkan yönü de budur. İlke, bilgilendirmeyi güçlendirirken; bilgilendirmeye dayalı uyuşmazlıkları, birer özel hukuk uyuşmazlığı olarak addeder ve idarenin sorumluluğunu sınırlandırır.

1.2.2.3. Kara Avrupası Hukuku

Kara Avrupası'nın başat memleketi olan Almanya bakımından, kamuyu aydınlatma ilkesini iki zaviyeden incelemek mümkündür. Birincisi, şirketler hukuku esaslı gelişen; meseleyi daha ziyade pay sahibinin hakları bağlamında ele alan¹⁴⁸ ve şirket içi birtakım konular çerçevesinde öngörülen açıklama yükümlülükleridir¹⁴⁹. Diğeri ise, modern

¹⁴⁵ **Louis D. Brandies**, “*What Publicity Can Do*”, Harper's Weekly, (December 20, 1913), 10.

¹⁴⁶ **İhtiyar**, 21, **Kabaalioğlu**, Kamuyu Aydınlatma, 67 ve dn. 26.

¹⁴⁷ **Ramirez**, 681; **Keller/Gehlmann**, 330. Bu yönüyle Kanun'un benimsediği sistem, kayda alma sistemi olarak ifade edilmiştir. Bkz. **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 4. Kayda alma sistemini, kamuyu aydınlatma sistemi kapsamında değerlendirmek mümkün olsa da; izin sisteminin birtakım tezahürlerini barındırdığını ifade etmek gerekir. Bkz. **Memiş/Turan**, 70.

¹⁴⁸ **Helmut Kohl/Rainer Walz**, “*The German Way towards Disclosure*”, Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation 1, (1978), 69.

¹⁴⁹ Bununla birlikte, 1870 tarihli Alman Anonim Şirketler Kanunu'nda asıl amaç yönetimin pay sahiplerine hesap vermesi olsa da; kanun koyucu “*kamu*”nun da bilgilendirilmesi gereğinden bahsetmiştir. Bkz. **Kohl/Walz**, 79.

sermaye piyasası bağlamında kabul edilebilecek; özellikle borsa faaliyetleri kapsamında öngörülen birtakım aydınlatma yükümlülükleridir. Alman kanun koyucusu, mevcut pay sahipleri ve alacaklıların korunması ile yakından ilgilenirken; müstakbel pay sahiplerinin ve alacaklıların, yani yatırımcıların korunması ise, sermaye piyasasının gelişmesine bağlı olarak daha sonraları gündeme gelmiştir¹⁵⁰.

Alman Ticaret Kanunu'nda (*Handelsgesetzbuch HGB*) öngörülen kurumsal muhasebe düzenlemeleri; örneğin yıllık finansal tabloların açıklanmasına ilişkin hükümler, uzunca bir süre genel bir kontrol ve bilgilendirme işlevi görmüştür¹⁵¹. Bunun gibi, Alman hukukunda ilk defa 1969 tarihli yasa ile açıklama yükümlülükleri ciddi şekilde ele alınmış, bilanço, ciro ve çalışan sayısını esas alan kıstaslara göre tespit edilen işletme ve holdinglere, muhasebe odaklı birtakım açıklama yapma yükümlülükleri getirilmiştir¹⁵².

Sermaye piyasası bağlamında ise yatırımcıların menfaatlerinin korunması meselesi, borsanın gelişmesine bağlı olarak gündeme gelmiştir. XIX. Yüzyılın sonlarında, sanayi ve ticaretin gelişmesine bağlı olarak artan şirket sayısı ve bunların finansman ihtiyacı, borsayı hareketlendirmiştir. Bununla birlikte bu şirketlerin ciddi bir kısmı, yatırımcılara eksik veya yanıltıcı bilgiler vermiş; kendileri iflas etmiş ve yatırımcıları da ciddi şekilde zarara uğratmışlardır¹⁵³. Borsa'da yaşanan mağduriyetlerin nasıl çözüleceğine ilişkin çalışmalar ise, 1897'de Borsa Kanunu'nun (*Börsengesetz*) yürürlüğe girmesiyle neticelenmiştir. Kanun'da, menkul kıymetlerin borsaya kote edilmesi için, bir izahname hazırlanmasını öngörülmüştür.

Amerika Birleşik Devletleri hukukundan etkilenecek 1969'da yürürlüğe giren yasada (*Auslandinvestmentsgesetz - AuslInvG*) ise, yabancı yatırım şirketleri için birtakım açıklama yükümlülükleri öngörülmüştür; yanlış ve eksik izahname dolayısıyla zarar gören yatırımcılar için, bu menkul kıymetlerin iade edebilmesi imkânı tanınmıştır¹⁵⁴.

Almanya'da sermaye piyasasına özgü bilgilendirme yükümlülükleri ise, ancak 1990'lı yıllarla beraber kurumsal bir niteliğe kavuşmuştur. 1990 tarihli Finansal Piyasaları

¹⁵⁰ **Judith Maria von Kirchbach**, Publizitätspflichten börsennotierter Gesellschaften in Deutschland und den USA, Köln 2007, 13; **Kohl/Walz**, 70.

¹⁵¹ **Kirchbach**, 14.

¹⁵² Bkz. Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz - PublG), Ausfertigungsdatum: 15.08.1969.

¹⁵³ **Kohl/Walz**, 76.

¹⁵⁴ **Kohl/Walz**, 78.

Teşvik Kanunu (*Erstes Finanzmarktförderungsgesetz*) ile yatırımcının korunması ilk defa temel bir amaç olarak açıkça ifade edilmiş ve sermaye piyasası bir bütün olarak ele alınmıştır. Fakat şeffaflığın esas olarak ele alındığı düzenlemeler; Kontrol ve Şeffaflık Yasası olarak da bilinen 1998 tarihli Üçüncü Finansal Piyasaları Teşvik Kanunu (*Drittes Finanzmarktförderungsgesetz /Gesetz für Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, KonTraG*) ve 2002 tarihli Dördüncü Finansal Piyasaları Teşvik Kanunu'dur.

Kamuyu aydınlatma anlayışının Avrupa'daki esaslı yükselişi, Avrupa bütünleşmesi çabaları neticesinde gerçekleşmiştir. Bu kapsamdaki ilk ciddi çalışmalar; içeriden öğrenenlerin ticareti, açıklama ve bilgilendirme yükümlülükleri ve periyodik finansal raporlama konusunda söz konusu olmuştur¹⁵⁵. Kamuyu aydınlatma kavramından ilk defa, Avrupa sermaye piyasası açısından, bir plan ve vizyon ortaya koymayı hedefleyen; 1966 tarihli *Segré Report*'da bahsedilmiştir. 1968 tarihli ve (1) No'lu Şirketler Hukuku Konsey Yönergesinde de, kamuyu aydınlatma kavramı açıkça zikredilmiştir. Yönergenin 2'nci maddesi ile her üye devlete, şirket sözleşmesi, yöneticileri, yetkileri, sermaye ve sermaye miktarındaki değişiklikler, sona erme gibi hususlardaki bilgilerin üçüncü kişilere sunulmasını sağlama yükümlülüğü getirilmiştir. Bununla birlikte, Yönergedeki açıklama yükümlülükleri esasında sermaye piyasası ile alâkalı olmayıp; daha ziyade şirketler hukuku bağlamındaki meseleler için öngörülmüştür.

1979 tarihli borsa listelerine kabul şartlarına ilişkin düzenlemeler ve özellikle ihraç ve ihraççılarla ilgili açıklama esaslarına ilişkin 1980'li yıllarda çıkarılan bazı yönergeler mevcuttur¹⁵⁶, fakat üye ülkeler arasındaki eşgüdüm eksikliği ve millî mevzuatları koruyan bakış açıları, muğlak, karmaşık ve çapraşık bir yapının oluşmasına yol açmıştır¹⁵⁷. Bu yapının bir düzene kavuşturulması noktasında; Avrupa Komisyonu tarafından, bütünleşmiş ve tek bir Avrupa sermaye piyasasını tesis etmek amacıyla, Mali Hizmetler Eylem Planı (*Financial Service Action Plan -FSAP, 1998*) kabul edilmiştir¹⁵⁸.

¹⁵⁵ **Lachlan Burn**, “Disclosure in the EEA securities markets—making sense of the puzzle”, *Capital Markets Law Journal*, 3 (2), (2008), 139; **Susanne Kalss**, “Recent Developments in Liability for Nondisclosure of Capital Market Information”, *International Review of Law and Economics*, 27 (1), (2007), 73.

¹⁵⁶ **Karel Lannoo**, “The Emerging Framework for Disclosure in the EU”, *Journal of Corporate Law Studies*, 3 (2), (2003), 340 vd.; **Niamh Moloney**, *EU Securities and Financial Market Regulation*, 3rd Edition, 2014, 71.

¹⁵⁷ **Lannoo**, 338

¹⁵⁸ Bkz. **Moloney**, 73; **Kalss**, 81.

Eylem Planı çerçevesinde, Avrupa Birliği sermaye piyasaları üç temel sacayağı üzerinde yükselmiştir¹⁵⁹:

- 2003/6/EC sayılı Piyasa İstismarı Yönergesi (*Market Abuse Directive*) ile içerden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonu ile mücadelede odaklanılmıştır; ayrıca kamuyu aydınlatma ile alakalı hükümler de sevk edilmiştir. Yönergenin 6'ncı maddesi ile ihraççının, ihracı doğrudan ilgilendiren içsel bilgileri olabildiğince çabuk bir şekilde kamuya açıklaması öngörülmüştür.
- 2003/71/EC sayılı İzahname Yönergesi (*Prospectus Directive*), kapsamlı bir kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ile birlikte, tek bir Avrupa sermaye piyasası oluşturmayı hedefleyen öncü düzenleme olmuştur¹⁶⁰. Buna mukabil, (EU) 2017/1129 sayılı İzahname Yönetmeliği, 21 Temmuz 2019 yılı itibariyle 2003/71/EC sayılı Yönergeyi tamamen yürürlükten kaldırmış olacaktır. Yeni yönetmelik, daha işlevsel bir sermaye piyasası, halka arz ve izahname rejimlerinin yeknesaklaştırılması gibi hususları düzenlemekle; halka arz uygulamalarını ve sermaye piyasalarına olan ilgiyi artırmayı esas amaç olarak benimsemiştir.
- 2004/109/EC sayılı Yönergede ise, şeffaflık (*Transparency*) kavramı kullanılmıştır. Yönergede, hisse senetleri ve borçlanma araçlarıyla ilgili yıllık, periyodik ve sürekli açıklama ile alakalı düzenlemeler yer almıştır¹⁶¹.

Avrupa Birliği hukuku çerçevesinde öngörülen bu üçlü şeffaflık rejimi, birbirini tamamlamakta ve kusursuz bir aydınlatma hedeflenmektedir. Örneğin, 2003/71/EC sayılı İzahname Yönergesi ((EU) 2017/1129 sayılı Yönetmelik), açıklanan veya açıklanmayan bilginin yatırımcının satın alma kararını etkileyip etkilemediğini dikkate alırken; 2003/6/EC sayılı Piyasa İstismarı Yönergesine göre ise, açıklanan veya açıklanmayan bilginin sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyip etkilemediği sorgulanmaktadır¹⁶².

¹⁵⁹ Burn, 140; Lannoo, 343.

¹⁶⁰ Roberta S. Karmel, "Reform of Public Company Disclosure in Europa", University of Pennsylvania Journal of International Economic Law, 26 (3), (2005), 388.

¹⁶¹ Karmel, 394; Lannoo, 347; Burn, 142.

¹⁶² Burn, 143.

1.2.2.4. Türk Hukuku

Türk sermaye piyasası açısından kamuyu aydınlatma ilkesinin millî mevzuata dâhil edilmesi; ana hatları itibariyle batıdaki ülkelerinde işleyen süreçlerle, birtakım benzerlikler arz eder. Amerika ve Avrupa'da yaşanan hadiselerin benzerleri Türkiye'de de yaşanmış; bu benzer hadiseler, benzer neticelere sebep olmuştur. Kamu otoritesinin yatırımcılara vesayet etmesi ya da izin sisteminin geçerli olması, hâsıl olan her kanunî boşlukta yatırımcının mağdur olması, serbest piyasa ekonomisi ve Avrupa Birliği ile entegrasyon süreci, kamuyu aydınlatma ilkesinin Türk sermaye piyasası hukukundaki serüveninde bazı nirengi noktaları olarak ifade edilebilir.

Türk hukukunda bilgi odaklı düzenlemelerin başlangıcı, ticarî, defterlerle alâkalıdır. 1850 tarihli Kanunname-i Ticaret'te yer alan ticarî defterlere ilişkin hükümler; en azından bilginin kaydedilmesi, düzenlenmesi ve gerektiğinde başvurulabilmesi açısından önemli bir başlangıç mahiyetindedir.

Doğrudan sermaye piyasası ile alâkalı olarak, Dersaadet Tahvilat Borsası'na ilişkin nizamnameyi ele almak mümkündür. Nizamname ile, borsa üzerinde kamu denetimi sağlanmaya çalışılmış; akabinde, 1906 yılına kadar birtakım nizamname ve kararnamelerle borsa idare edilmiştir. 1906 yılında yürürlüğe giren *Eshâm ve Tahvilât Borsası Nizamnamesi*, borsada kayıtlı olan şirketlerin kontrolü, borsa görevlilerin yetkileri ve borsa idaresi gibi hususları düzenlemiştir¹⁶³. Özellikle Nizamnamenin 35'inci maddesi, kamuyu aydınlatma açısından dikkat çekicidir. Hükme göre, borsaya kayıt olmak isteyen yabancı şirketler, yıllık bilanço ve gelir tablolarını bir veya birkaç gazetede yayımlamak zorundadır¹⁶⁴.

Bu düzenlemeler, çağdaş manasıyla kamuyu aydınlatma ilkesinden uzaktır; fakat yatırımcının korunması da dâhil olmak üzere, menkul kıymet ticaretindeki başıboşluğu düzenleme fikrine esas teşkil etmiştir. Nitekim benzer şekilde, 1926 ve 1956 tarihli ticaret kanunlarında da; bilanço ve ticarî defterlerle ilgili hükümler sevk edilerek, bilgilendirme ve

¹⁶³ Bkz. **Ferteçligil**, 114 vd.; **Beşirli**, 195 vd. Tüzükte kamuyu aydınlatma ilkesini çağrıştıran birtakım düzenlemeler vardır. Örneğin 9'uncu maddede hisse senedi ve tahvilleri borsaya kayıtlı şirketlerin genel kuruluna borsa komiserinin katılması, 35'inci maddesinde hükümet ve yerli şirketlerin borsaya kayıt esasları, 36'ncı maddede yabancı şirketlerin borsaya kayıt şartları, 79'uncu maddede manipülasyon yapanlara Ceza Kanunu'na göre işlem yapılacağı gibi hükümler öngörülmüştür. Bkz. **İhtiyar**, 43 vd.

¹⁶⁴ **İhtiyar**, 44.

açıklama gerekliliğine işaret edilmiştir¹⁶⁵. Bununla birlikte, 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu'ndaki düzenlemelerin, özel sektör kuruluşları tarafından çıkarılan hisse senedi ve tahvillerin borsaya kotasyonunun, borsa meclisinin kararı ve Maliye Bakanlığı'nın onayı ile gerçekleşeceğini öngörmesi, izin sisteminin yürürlükte olduğunu göstermektedir¹⁶⁶.

Prof. Hırş ve Tekinalp tarafından Ticaret Bakanlığına sunulan bir raporda, *kamuyu aydınlatma* kavramı, *disclosure* kelimesinin tercümesi olarak ilk kez kullanılmıştır¹⁶⁷. Bu tercüme, bugün itibariyle çok büyük bir ekseriyetle kabul görmüştür¹⁶⁸.

1981 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girdiği yıllarda, kamuyu aydınlatma ihtiyacının son derece belirginleştiği iki hadise vardır; Hastaş ve Bankerler hadiseleri. Hastaş A. Ş., kamuyu aydınlatmaya ilişkin sistematik bir düzenlemenin bulunmadığı o dönemde, büyük ve yüksek kazanç getirecek sağlık yatırımları yapacağından bahisle, küçük yatırımcıdan ciddi miktarda fon toplamış; fakat arzu edilen yatırımlar gerçekleştirilemeyerek toplanan fon erimiş ve şirket büyük bir çöküş yaşamıştır. Bankerler Krizi'nde ise, tamamen denetimsiz bir ortamda, yüksek getiri vaadiyle vatandaştan toplanan fonlar; geri dönüşü olmayan yatırımlara aktarılarak bataklık hâle gelmiş ve toplumun çok geniş kesimlerine yayılan bir kriz söz konusu olmuştur¹⁶⁹.

Bankerler hadisesinin, yüksek faiz ve likidite garantisi ile para toplandığından bahisle; esasında bir sermaye piyasası değil, bir para piyasası hadisesi olduğu ifade edilmektedir¹⁷⁰. Nitekim bankerler krizinin patlak verşi, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesinden sonraya denk gelmektedir. Fakat kanaatimizce bu noktada önemli olan, krizin şekillenmesinde yatırımcının hiç veya etkili bir şekilde bilgilendirilmemesinin etkisidir. Kaldı ki para piyasası ile sermaye piyasası arasındaki teknik farkın, halk tarafından ayırt edilmesi de pratikte mümkün değildir. Nitekim hem para piyasası, hem de sermaye piyasası aynı amaç etrafında yoğunlaşmıştır; fon toplamak ve finansman sağlamak. Dönem hükümetinin aşırı liberal anlayışı neticesinde; Devletin bu

¹⁶⁵ **Tekinalp**, *AO Bilançosu*, 24.

¹⁶⁶ Bkz. **Ferteçligil**, 230.

¹⁶⁷ **Tekinalp**, *AO Bilançosu*, 11.

¹⁶⁸ *Karayalçın*, kavramı *kamuyu açıklama ilkesi* olarak zikretmiş ve şeffaflık-saydamlık kavramı ile hemen hemen eş anlamlı olarak kullanmıştır. Bkz. **Yaşar Karayalçın**, *Muhasebe Hukuku*, Ankara 1988, 86.

¹⁶⁹ **Soydemir**, 25 vd.

¹⁷⁰ Bkz. **Tuncer**, 29; **Karlı**, 38.

faaliyetlere kayıtsız kalmasının ne gibi sonuçlara yol açacağı bu krizle açık bir şekilde görülmüştür.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda, 1992 tarihli değişikliklerden önce, izin sisteminin benimsendiği hususunda genel bir kanaat söz konusudur¹⁷¹. 2499 Sayılı Kanun'un amacını açıklayan 1'inci maddesindeki "*sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını...*" ifadesindeki "*açıklık*" kavramı; esasında kamuyu aydınlatma anlayışı ile aynı fikrî temele temeldedir. Fakat sisteme asıl rengini veren düzenleme, Kanun'un 4'üncü maddesindeki; menkul kıymetlerin halka arzı için ihraççıların Kurul'dan izin almasına dairdir. İzin başvurusunun Kurulca incelenmesi sonrasında, *açıklamaların yeterli ve gerçeğe uygun bulunmadığı veya halka arzın kamu yararına aykırı düşeceği ya da halkın istismarına yol açacağı kanısına varıldığı takdirde reddedilebileceği* ifade edilmiştir (m. 5/3). Kamu yararına aykırılık ve halkın istismarı kavramları, son derece muğlak kavramlar olup; somut olay dairesinde muhtevalarının tespiti, sübjektif bir değerlendirmeyi gerektirmektedir¹⁷². Hem ihracın Kurul iznine bağlı olması, hem de Kurul'un inceleme yetkisinin kamu yararı ve halkın istismarını değerlendirmeyi de kapsadığı dikkate alınır; Amerikan hukukundaki mavi gök kanunlarının hazırlanmasındaki korumacı vesayet anlayışının izleri görülmektedir. Sadece Kanun değil, yürürlükte bulunan tebliğlerde de; *gereklilik, yeterlilik ve kaynaklar arası denge* gibi hususların değerlendirilmesi istenmektedir¹⁷³. Bu bağlamda, 2499 Sayılı Kanun'un, 1992'ye kadar izin sistemini öngördüğü ifade edilebilir. Bununla birlikte öngörülen sistem, kamuyu aydınlatma anlayışını da tamamen dışlamamaktadır¹⁷⁴. Kanun'un 5'inci maddesinin 2'nci fıkrasındaki düzenlemeye göre, Kurul tarafından yapılacak incelemede; *gerçeğe uygun bir yargıya varılmasını sağlayacak bilgilerin tam ve doğru olarak açıklanıp açıklanmadığı hususu* araştırılacaktır. Nitekim 2499 Sayılı

¹⁷¹ **Somer**, 91; **Yanlı**, Kamunun Aydınlatılması, 108; **Ünal**, *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, 128.

¹⁷² Bu ifadelerin asıl sakıncası ise, Kurul tarafından bir menkul kıymetin halka arzına izin verilmesinin; halkın istismarının ve kamu yararına herhangi bir aykırılığın söz konusu olmayacağına dair bir garanti olarak algılanması tehlikesidir. Her ne kadar 6'ncı madde, halka arz izninin bir teminat niteliğinde olmadığına vurgu yapmışsa da; yatırımcılar nezdinde aksi bir algının oluşması kuvvetle muhtemeldir. Bkz. **Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma*, 139.

¹⁷³ Bkz. Tebliğ Seri:1 No:1.

¹⁷⁴ Bkz. Benzer şekilde **Somer**, 89-90; **Günel**, 48; **Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma*, 138.

Kanun'un gerekçesinde de, kamuyu aydınlatma anlayışına en azından lafzî manada atıf yapılmıştır¹⁷⁵.

Bu noktada, Kanun'un iki veçhesi vardır: Birincisi, gereklilik, yeterlilik ve kaynaklar arası denge gibi halka arzın yerindeliğine ilişkin inceleme; ikincisi ise, halka arz çerçevesinde gerçeğe uygun bir yargıya varılmasını sağlayacak bilgilerin tam ve doğru olarak açıklanıp açıklanmadığına ilişkin incelemedir. Kanun, izin sisteminin tipik bir örneğini kurgularken; bir yönüyle de kamuyu aydınlatma anlayışına da vurgu yapmıştır. Sistemi biraz daha formülize etmek gerekirse; menkul kıymetlerin halka arzı için yayımlanan izahnamenin, kamuyu aydınlatma kabiliyetini haiz olup olmadığı noktasında, Kurul'un inceleme ve izin verme yetkisi söz konusudur.

Türkiye'de kamuyu aydınlatma ilkesinin mevzuata 2499 Sayılı Kanun'da 1992 tarihinde yapılan değişikliklerle girdiği kabul edilmektedir¹⁷⁶. Değişikliklerle birlikte, sermaye piyasası araçlarının ihracı veya halka arzı için izin alınması değil; bunların Kurul kaydına alınması gerektiği ifade edilmiştir¹⁷⁷. Kurul'un inceleme yetkisi noktasında ise 5'inci maddede, *açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı* sonucuna varılırsa, Kurul'un kayda almadan imtina edebileceğini ifade edilmektedir. Bu noktada, "*halkın istismarı*" gibi muğlak, takdir yetkisi bahşeden öznel bir ifadenin varlığı, kamuyu aydınlatma anlayışı açısından tartışmaya açıktır¹⁷⁸. Fakat hükümde halkın istismarının Kurul'un kaydına alınmaya engel teşkil etmesi, bunun yeterli açıklama yapılmaması ve açıklamaların gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmaması sonucunda söz konusu olmasına bağlanmıştır. Bir başka ifade ile halkın istismarına yol açacak sonucun, kamuyu tam ve gereği gibi aydınlatmama dışında bir başka şekilde ortaya çıkması, kayda alınmaya bir engel teşkil etmemektedir.

2499 Sayılı Kanun'da 1992 yılında 3794 Sayılı Kanun ile yapılan değişikliklerden sonra; Kurul'un halk arz veya ihraç başvurularını inceleme yetkisinin kapsamı, açıklama yükümlülüğünün gereği gibi yerine getirilip getirilmediği ile sınırlandırılmıştır. Kurul,

¹⁷⁵ 2499 sayılı Kanun'un genel gerekçesinde, *kamuyu aydınlatma sisteminin güçlendirilmesi, kamuyu aydınlatma sistemine geçilmesinin ve modern bir sermaye piyasası hedefine ulaşılmasının gereği, kamuyu aydınlatma sisteminin dinamik hale getirilmesi* gibi amaç ve hedeflerden bahsetmiştir.

¹⁷⁶ Soydemir, 393; İhtiyar, 55;

¹⁷⁷ Kenar başlığı "*Kurul Kaydına Alınma*" olan 4'üncü maddenin ilk fıkrası şöyledir: "*İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydettirilmesi zorunludur.*"

¹⁷⁸ Bkz. İhtiyar, 57; Çetin/Töremiş/Cantimur, 25.

ihraççının veya sermaye piyasası aracına ilişkin sağlamlık, güvenilirlik, kârlılık gibi iktisadî değerlendirmeler yapamayacaktır. Kamuyu aydınlatma sistemine işaret eden tipik hüküm bu olmakla beraber; *doğru ve dürüst bir görünüm verme* (m. 7/2 ve 16/2), *Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar* kenar başlıklı 16/A maddesi ile Kurul'un görev ve yetkilerine ilişkin 22'nci maddesinde, kamuyu aydınlatma ilkesine yapılan atıflar da sistemin özüne dair ipuçları içermektedir.

Kamuyu aydınlatma sisteminde Kurul'un görev ve yetkisi, sunulan bilgilerin tamlık, doğruluk ve dürüstlük açısından incelenmesinden ibarettir¹⁷⁹. Yatırımcının riskini ortadan kaldırmak gibi bir amaç söz konusu değildir¹⁸⁰.

1.2.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Tanımı ve Mahiyeti

Kamuyu aydınlatma ilkesi, izahnameden doğan sorumluluk müessesesinin nazarı ve tatbikî temellerini teşkil eden; felsefî ve dogmatik mahiyeti olan bir ilkedir. Bu bakımdan, bu ilkeye dair birtakım kabuller ve tartışmalar; bir anlamda izahnamenin hazırlanması ile başlayan ve yatırımcının zararının tazmin edilmesine dair karara kadar geçen süreç içinde, her zaman karşımıza çıkabilecektir. Bu nedenle bir kamuyu aydınlatma belgesi olan izahnamenin nitelikleri ve izahnameden doğan sorumluluk ile alâkalı; aşağıdaki açıklamaların aydınlatıcı bir başlangıç olacağı kanaatindeyiz.

1.2.3.1. Tanım

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yapılan açıklamaların muhatapları kimlerdir; bir başka ifade ile *kamu* kimlerden müteşekkildir? *Kamu*, lügatte “*Bir ülkedeki halkın bütünü, halk, amme*” olarak tanımlanmıştır¹⁸¹. Lügat anlamı itibarıyla kamuyu aydınlatma ilkesini, ülkedeki halkın tamamını muhatap alan bir aydınlatmaya işaret ettiği şeklinde; daraltılmış bir yorumla ise, “*kamuyu aydınlatma esaslarının geçerli olduğu şirketle ve şirketin bulunduğu piyasa ile ilgili olan herkes*” olarak anlamak da mümkündür. *Tekinalp*, *kamu* kavramını, iktisadî merkezîleşme sonucu hâsıl olan tehlikelerden zarar görebilecek herkesi kapsayacak şekilde açıklamakla beraber; kavramın sürekli olarak değişim

¹⁷⁹ İhtiyar, 54.

¹⁸⁰ Yanlı, *Kamunun Aydınlatılması*, 105.

¹⁸¹ Türkçe Sözlük, Türk Dil Kurumu (Haz. Şükrü Halûk Akalın ve diğerleri), Ankara 2011, 1290.

temayülüne işaret etmiştir¹⁸². Gerçekten de bu değişim temayülü kendini göstermiş, bir ülkedeki halkın tamamını ifade eden kavram; günümüz sermaye piyasası araçlarının sınır ötesi ve ülkeler arasında işlem görmesine ilişkin uygulama ve düzenlemeler dikkate alındığında, lügat anlamını aşmıştır. Sermaye piyasası bağlamında kavramın güncel bir tanımını yapmak gerekirse; kamu, halkın bütünü içinden, kamuya açıklanan bilgilerle ilgisi olduğunu düşünenler olarak ifade edilebilir. Dar anlamda *kamu* ise; kamuyu aydınlatma ilkesinin ihlâli hâlinde, kanunî hakları haiz olanları ifade etmektedir.

Kamuyu aydınlatma kavramı; İngilizce *disclosure*, Almanca *publizität* kelimesi ile karşılanmaktadır. Bu kelimeler; aleniyet, açıklık, ifşaat gibi anlamlara gelir¹⁸³. Bununla birlikte, bu kavramların kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde içerdiği aleniyet; açıklamanın zamanı, gerçekliği, içeriği ve anlaşılabilirliği açısından nitelikli bir bilgilendirmeyi işaret eder¹⁸⁴.

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda, kamuyu aydınlatma ilkesi tanımlanmamıştır. Sermaye piyasası hukuku gibi sürekli gelişen bir sahada, sürekli gelişen ve yeni birtakım düzenlemelere esas alınan kavramın kanunda tanımlanmaması, bilinçli bir tercih olsa gerekir. Bu nedenledir ki, tanım çabaları daha ziyade öğretilerde ortaya konulmuştur. Bu bakımdan kamuyu aydınlatma kavramını tanımlayan müellif sayısı kadar, kamuyu aydınlatma tanımının var olduğunu ifade etmek abartılı olmayacaktır. Bu tanımlar, müellifin çalışma ve ilgi sahası, ayrıntılı veya daha öz bir üslup kullanma tercihi, ilkenin hangi yönünü daha çok ön plana çıkarmak istediğine göre şekillenmiştir.

Tekinalp, menfaat sahipleri ve ilkenin amaçlarını içeren tafsilatlı bir tanım yapmış; ilkeyi, *ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün, milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan, ilkelerin*

¹⁸² **Tekinalp**, *AO Bilançosu*, 34.

¹⁸³ Redhouse Büyük Elsözlüğü, Otuz İkinci Baskı, 2011, 118.

¹⁸⁴ **Üçışık**, 2; **Tekinalp**, *AO Bilançosu*, 11.

tümü olarak ifade etmiştir¹⁸⁵. *İhtiyar* ise, kamuyu aydınlatma ilkesini; *yatırımcının yatırım kararının etkileyebilecek her türlü bilginin tamlık, açıklık, doğruluk ve dürüstlük çerçevesinde aynı kapsamda ve eş zamanlı olarak sermaye piyasasının tüm muhataplarına sunulması* olarak tanımlamıştır¹⁸⁶. *İhtiyar* tarafından yapılan tanımın dikkat çekici noktası, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sunulacak bilginin niteliğini ortaya koymuş olmasıdır. Bir diğer tanımda ise, halkın aldatılmaması gibi basit ve fakat ahlâkî bir kaideyi esas alarak kamuyu aydınlatma ilkesi, *halka açıklanan veya açıklanması gereken tüm hususlar hakkında ilgilileri bilgilendirme ve gerçeğin ortaya konulması* olarak ifade edilmiştir¹⁸⁷.

Öğretide yapılan bir tanımda, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesindeki bilgilendirme yükümlüsü olarak anonim şirketler gösterilmiştir: “*Kamunun aydınlatılması, anonim şirketlerin ekonomik durumu ve faaliyetleri hakkında yapılan açıklamaların tümü olarak ifade edilebilir*”¹⁸⁸. Yapılan bu tanım, müellifin eserinin anonim şirketler hukukuna dair olmasının tabîi bir neticesidir. Tanımdaki *ekonomik durum ve faaliyetler* hakkında yapılan açıklamaların niteliği ise, kamuyu aydınlatma ilkesine muhasebe ve finans disiplinleri açısından yaklaşan bir müellif tarafından şu şekilde ele alınmıştır: “*Kamuyu aydınlatma, kurumsal şeffaflık ilkelerine uygun olarak sermaye piyasalarını düzenleyici kurumların zorunlu tuttuğu finansal bilgilerin ve bu bilgilerin dışında kalan diğer finansal ve finansal olmayan bilgilerin, şirketler tarafından kamuya açık ve anlaşılır bir şekilde sunulmasıdır*”¹⁸⁹.

Manavgat tarafından yapılan tanımda ise iki husus dikkat çekmektedir: Bunlardan birincisi, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sunulacak bilginin herhangi bir talep olmaksızın açıklanması; ikincisi ise, bilginin kaynağından açıklanmasıdır¹⁹⁰. Bilginin herhangi bir talep olmaksızın, birtakım mevzuat ve standartlar çerçevesinde açıklanması gereği, halka arz uygulamasının doğal bir sonucudur. Sermaye piyasası araçlarının alıcıları

¹⁸⁵ **Tekinalp**, *AO Bilançosu*, 53. *Tekinalp* tarafından yapılan tafsilatlı tanım, Kara Avrupası hukuk sistemlerindeki pay sahibini merkeze alan geleneksel ve muhasebe odaklı bilgilendirme anlayışına nazaran bir açılım olarak ifade edilebilir.

¹⁸⁶ **İhtiyar**, 63.

¹⁸⁷ **Üçışık**, 11.

¹⁸⁸ **Şehirali Çelik, F. H. (Kırca İ./Manavgat Ç.)**, *Anonim Şirketler Hukuku*, C. 1, Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu, Ankara 2013, 199.

¹⁸⁹ **Poroy Arsoy**, 23.

¹⁹⁰ “*Kamuyu aydınlatma, nitelikli bilginin, herhangi bir talep gelmesine gerek olmaksızın kaynağından kamuya açıklanmasını ifade eden bir bilgilendirme sistemidir*”. **Manavgat**, *Halka Arz*, 187.

ve satıcılarının birbirlerini şahsen tanıma, bir araya gelerek sermaye piyasası aracı ile ilgili olarak pazarlık veya görüşme yapma imkânı olmaması da, bilgilendirmenin talebe gerek olmaksızın arz edilmesi gereğini açıklar. Kapalı şirketlerde ise bu işlev, kamuyu aydınlatma ilkesinden ziyade bilgi alma hakkı dairesinde gerçekleştirilmektedir¹⁹¹.

Kanaatimizce kamuyu aydınlatma ilkesinin, her hukuk düzeninde ve zaman diliminde geçerli olacak mutlak bir tanımını yapmak güçtür. Bu noktadan sonra esas olan, kamuyu aydınlatma kavramının dinamizmine bağlı olarak genişlemesi ve derinleşmesidir¹⁹². Şüphesiz ki ilkenin mutlak surette gelişeceği ve yaygınlaşacağı da; kesin bir gerçekliği ifade etmez. Sermaye piyasası bağlamında, öz ve kapsayıcı bir tanım yapılacak olursa, *kamuyu aydınlatma ilkesi*, ihraççının kendisi ve ihraç ettiği sermaye piyasası aracı ile alâkalı esaslı tüm bilgileri ve özellikle risk faktörlerini, kamuoyuna açıklamasını esas alan uygulama ve düzenlemelerin nazarî ve felsefî temelidir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, geniş ve dar anlamıyla beraber iki şekilde tezahür edebilir. Geniş anlamda kamuyu aydınlatma ilkesi, kamuyu aydınlatma ilkesinin genel bir felsefe olarak sermaye piyasası ve şirketler hukuku mevzuatının ruhuna nüfuz etmiş olarak; birinci ve ikinci el piyasa işlemleri, sürekli veya gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamaları da dâhil olmak üzere, bilgi odaklı tüm düzenlemeleri kapsar. Dar anlamda kamuyu aydınlatma ilkesi ise, sermaye piyasası araçlarının halka arzında benimsenen yatırımcıyı koruma sistemi olarak ifade edilebilir.

1.2.3.2. İlgî Çevresi

Kamuyu aydınlatma, pay sahiplerinin menfaatlerini merkeze alan klasik bakış açısına nazaran; ihraççı veya şirket ile alâkalı tüm menfaat sahiplerini gözetten bir yaklaşımdır. Bu, bilgilendirme olgusunun, paydaş teorisine çerçevesinde şekillenmesi olarak ifade edilebilir¹⁹³. Şüphesiz ki kamuyu aydınlatma ilkesi ile paydaş teorisi arasındaki sebep-sonuç veya müstenit-senet ilişkisi açık değildir; fakat her ikisinin ortak noktası, pay sahibi merkezli klasik yaklaşımı bir adım öteye taşımalarıdır.

¹⁹¹ **Manavgat**, *Halka Arz*, 189.

¹⁹² Aynı yönde bkz. **Üçışık**, 11; **İhtiyar**, 59.

¹⁹³ Paydaş teorisi, işletmeyi içinde bulunduğu çevresiyle birlikte ele alan, pay sahiplerinin kârlarını azami düzeye yükseltmenin yanı sıra, pay sahibi olmayan diğer grupların menfaat ve arzularını da gözetten yönetim anlayışı olarak tanımlanabilir. **Fatmanur Ertuğrul**, “*Paydaş Teorisi ve İşletmelerin Paydaşları ile İlişkilerinin Yönetimi*”, Erciyes Ü. İİBF Dergisi, Sayı 31, (2008), 205.

Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma ilkesinin ilgi çevresi (muhatapları) ile şirketler için öngörülen paydaş¹⁹⁴ kavramının, modern anlamı ile örtüştüğünü ifade etmek mümkündür¹⁹⁵. Bu paydaşlardan, pay sahibi, çalışanlar, müşteriler ve tedarikçilerin, şirketin sağlıklı bir şekilde işleyişi açısından son derece önemli olduğu ifade edilebilir. Bu kimselerin, şirketle beraber yola devam etmeleri konusunda her daim istekli olmaları hayati bir meseledir.

Kamuyu aydınlatma ilkesindeki kamu kavramının, ilkenin bir anlamda muhataplarını ifade ettiğine değinmiştik. Kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatabı olarak kabul edilemese de, menfaati olanların başında şirketin kendisi gelir. Belirli bazı standartlar çerçevesinde kamuya açıklanan bilgiler, açıklamayı yapan şirket hakkında söz konusu olabilecek asılsız haberleri ve spekülasyonları en baştan önleyecektir¹⁹⁶. Kaldı ki, sistematik ve belirli bazı standartlar çerçevesinde üretilmiş bilgi, her zaman için faydalanılması mümkün olan bir veri haznesidir.

1.2.3.2.1. Yatırımcılar

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde açıklanacak bilgiden, öncelikle yatırımcılar faydalanacaktır. Yatırımcıları, çeşitli şekillerde tasnif etmek mümkündür. Bunlar gerçek kişi olabileceği gibi; bir özel hukuk veya kamu hukuku tüzel kişisi de olabilir. Yahut da, mevcut ve müstakbel yatırımcı şeklinde bir tasnif de mümkündür. Yatırım kararı almış ve bu kararın gereğini yerine getirmiş olanlar mevcut yatırımcılardır; henüz karar almamış ve fakat karar alma aşamasında olanlar ise müstakbel yatırımcılardır. Müstakbel yatırımcılar, yatırım kararı alıp uyguladıkları vakit, sermaye piyasası araçlarına sahip olacaklardır. Kanaatimizce kamuyu aydınlatma ilkesi açısından en mühim tasnif, bireysel yatırımcı ve kurumsal yatırımcı tasnifidir. Çünkü ilke çerçevesinde açıklanacak bilgilerin kavranışı ve analizi, bu tasnif bakımından farklılaşacak; dolayısıyla bu tasnifin, ilkenin esaslarını da belirlerken ele alınması gerekecektir. Bununla birlikte tüm yatırımcılar, sermaye piyasası

¹⁹⁴ Paydaş kavramının literatürdeki İngilizce karşılığı olan “*stakeholder*” kelimesindeki “*stake*”, Türkçe’ye fayda veya menfaat olarak çevrilebilir. Bkz. **Fatmanur Ertuğrul**, 212. Bu bağlamda paydaş, şirketin işleyişiyle alakalı vaka, vakti ve vaziyetlerden menfaatleri etkilenen kimseler olarak tanımlanabilir.

¹⁹⁵ Müşteriler ve çalışanların yanı sıra; yatırımcılar, sivil toplum örgütleri, hükümetler ve hatta rakipler şirketlerin paydaşları arasında zikredilmeye başlanmıştır. Bkz. **Ronald W. Clement**, “*The lessons from stakeholder theory for U.S. business leaders*”, *Business Horizons*, 48 (3), (2005), 256.

¹⁹⁶ Bkz. **İhtiyar**, 99-100.

araçlarıyla alâkalı değerlendirme yaparken; bilgi akışının niceliği, kalitesi ve sürekliliğini gözetirler¹⁹⁷.

Bireysel Yatırımcılar

Bireysel yatırımcılar, kendi nam ve hesabına, sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan kimselerdir. Bunların, yatırım tavsiyesi veya herhangi bir başka profesyonel yardım alması, bu niteliklerini değiştirmez. Kanaatimizce, yatırımcının bir portföy yönetim sözleşmesi ile yatırımını bir portföy yönetim şirketi aracılığıyla gerçekleştirmesi hâlinde de, bireysel yatırımcı vasfı değişmez. Nitekim yatırım yaptığı tasarruf üzerinde mülkiyet yahut intifa gibi bir kullanım hakkı içeren hakları nihaî olarak kendisi kullanmakla birlikte, yatırım yapmaya dair nihaî karar yine kendisi tarafından verilmektedir.

Bireysel yatırımcılar, sermaye piyasası ve iktisat teorisinde sıkça zikredilen tasarruf sahipleridir. Bir bakıma, sermaye piyasası ile yastık altından çekilerek piyasaya aktarılmak istenen fon, bu kimselerin tasarruflarından başka bir şey değildir. Bunlar, tüketimden artırdıkları bu tasarruflarını, mevduat hesabı, altın, döviz veya gayrimenkul yerine sermaye piyasası veya borsada değerlendirmeyi tercih eden yatırımcılardır¹⁹⁸.

Kamuyu aydınlatma ilkesi esasında, bireysel yatırımcıyı sermaye piyasasına çekmek ve onu korumak adına ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma ilkesinin öncelikli muhatabının bireysel yatırımcı olduğunu söylemek yanlış olmaz. Bireysel yatırımcı, sadece bilgi açısından değil, zaman, teknik bilgi ve uzmanlık, tecrübe ve iktisadi güç açısından da dezavantajlı bir konumdadır. Bu nedenledir ki, kamuyu aydınlatma ve yatırımcının korunması düzenlemelerinin hitap ettiği eşik, ekseriyetle bireysel yatırımcı seviyesidir.

Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırım, bireysel tasarrufların hukukî bir çerçeve içinde değerlendirilerek sermaye piyasası yatırımına dönüştürülmesidir¹⁹⁹. Bireysel yatırımcıların kabiliyetleri;

¹⁹⁷ **Edward Rock**, “Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure”, *Cardozo Law Review*, 23 (2), 2002, 684.

¹⁹⁸ **Hayrettin Usul/İsmail Bekçi/A. Hüsrev Eroğlu**, “Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden

Sosyo-Ekonomik Etkenler”, Erciyes Ü. İİBF Dergisi, Sayı 19, (2002), 135.

¹⁹⁹ **Oral Erdoğan/Levent Özer**, *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*, İstanbul 1998, 3.

zaman, feraset ve tecrübe açısından sınırlıdır. Bu hâlin bilincinde olan bireysel yatırımcılar, sermaye piyasası araçlarına bizzat yatırım yapmak yerine; birtakım avantajları olan kurumsal yatırımcılar aracılığıyla yatırım yapabilmektedirler. Kurumsal yatırımcılar, tasarruf miktarı sınırlı olan bireysel yatırımcıların tasarruflarını, onlar adına belirli hedefler doğrultusunda değerlendiren uzmanlaşmış kuruluşlardır²⁰⁰.

Profesyonel şekilde idare edilen portföyler aracılığıyla yatırım yapmanın sağladığı avantajlardan başlıcası, riskin dağıtılması suretiyle karşılaşılan muhtemel risklerin zararını asgariye indirmektir²⁰¹. Bu noktada portföy yönetimi, darb-ı mesel niteliğindeki yumurtaların farklı sepetlere konulması ve bir sepetteki sıkıntının tüm yumurtaları tehlikeye atmaması anlayışının bir tezahürüdür.

Kurumsal yatırımcıların, portföy yönetme işinde uzmanlaşması ve buna bağlı olarak daha yüksek takip ve analiz kabiliyetlerine sahip olması; bunların rağbet görmesinin yatırımcı nezdindeki haklı sebeplerinden biridir. Bunun yanı sıra, kurumsal yatırımcılar büyük ölçekli yatırımcılar olduğundan; ölçek ekonomisinden faydalanarak, aracı olduğu tasarruf sahiplerine ortalama maliyeti asgariye indirme imkânı sağlayacak ve yatırım yaptığı ihraççı üzerinde bir kontrol mekanizması da tesis edebilecektir²⁰².

Kurumsal yatırımcılara örnek olarak; portföy yönetim şirketleri, borsa yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, emeklilik fonları gösterilebilir.

1.2.3.2.2. İç Paydaşlar

İç paydaşlar, ihraççı ile sürekli ve hukukî bir bağ içinde bulunan; pay sahibi, yönetici ve çalışanlardır²⁰³. Bunlar ile ihraççı arasındaki hukuki bağ, genellikle ortaklık veya hizmet sözleşmesi temeline istinat eden; sürekli edimli bir borç ilişkisine işaret eder²⁰⁴.

²⁰⁰ Serkan Yılmaz Kandır, Kurumsal Yatırımcılar – Teori ve Uygulama, Ankara 2009, 5.

²⁰¹ Tanör, *Cilt I*, 192.

²⁰² Kandır, 6.

²⁰³ Pay sahiplerinin aynı zamanda yatırımcı sıfatını haiz olmaları ve çalışma konumuz itibariyle bu sıfatlarından kaynaklanan ayrıcalıklı durumları nedeniyle; bunlara dair tafsilatlı izahata yukarıda Birinci Kısım 1.2.3.2.1. numaralı başlıkta yer verilmiştir.

²⁰⁴ Sürekli edimli borç ilişkileri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Fikret Eren, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 14. Baskı, Ankara 2012, 107.

Yöneticiler, ihraççının sağlıklı ve kazançlı bir şekilde faaliyet yürütmesinde doğrudan menfaat sahibi olmakla beraber; daha ziyade, bununla yetkili ve bundan sorumludurlar. Bu esastan olmak üzere, kamuyu aydınlatma belgelerinin hazırlanması ve kamuya açıklanması da, bu vazife ve sorumluluğun kapsamında yer alır. Daha yalın bir ifade ile yöneticiler, kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatapları değildir; kamuyu aydınlatma anlayışı dairesinde, ihraççı adına açıklama yapmakla yükümlüdürler.

Yöneticilerin, kamuyu aydınlatma yükümlüsü olmaları ve bu kapsamdaki açıklamaların muhatapları olmamaları; bu çerçevede üretilen bilgilerden faydalanmayacakları anlamına gelmez. Kamuyu açıklama ilkesi dairesinde üretilen bilgilerle; yöneticiler, ihraççı hakkında tarafsız ve gerçekçi bir fikir sahibi olma fırsatını elde ederler²⁰⁵. Böylece yöneticiler, ihraççının faaliyetleri ve iktisadî durumu ile alâkalı kapsamlı bilgiler elde edebilir; vazifelerini gereği gibi yerine getirebilmeleri için lâzım gelen basireti kazanabilirler. Bunun yanı sıra bu bilgiler, yöneticilerin sadece vazifelerini yerine getirmeleri hususunda değil; şahsî kariyer planlamalarında ve sorumluluklarını öngörebilme noktasında da faydalı olabilecektir.

Bir diğer iç paydaş grubu ise çalışanlardan oluşur. Çalışanların, ihraççının işleyişi ve faaliyetlerinin gereği gibi ve sağlıklı yürütülmesinde önemli menfaatleri vardır. Çalışanlar, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde açıklanan bilgilerle; işveren konumundaki ihraççı ile aralarında süregelen hizmet ilişkisinin akıbeti hakkında fikir sahibi olabileceklerdir. Kârlılık, sektörel vaziyet, devralma, büyüme veya küçülme projeleri gibi tüm hususlar dolaylı olarak çalışanları da etkileyecek; bunlara dair ayrıntılı bilgiler ise kamuyu açıklama yükümlülükleri çerçevesinde yapılan açıklamalarda yer alacaktır.

Kamuya açıklanan bilgiler, ihraççının yöneticileri ile çalışanları arasındaki asimetric bilgi sorununu da en aza indirecektir. İhraççının iktisadî ve malî vaziyeti hakkında malumat sahibi olan çalışanlar; bu sayede, birtakım taleplerde bulunurken gerçekçi ve uzlaşmacı bir yaklaşım sergileyeceklerdir. Bir başka ifade ile kamuyu aydınlatma ilkesi, çalışma barışına da katkıda bulunacaktır.

²⁰⁵ **Louis Lowenstein**, “*Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure*”, *Columbia Law Review*, 96 (5), (1996), 1342.

1.2.3.2.3. Dış Paydaşlar

Dış paydaşlar, ihraççı ile özellikle sürekli edimli bir hukukî ilişkiye istinat etmeksizin; ihraççının iktisadî faaliyetlerinden dolayı yahut doğrudan etkilenen kimselerdir. Bu kimseler ile ihraççı arasında hukukî bir bağ olabileceği gibi; bu kimselerin böyle bir bağ olmaksızın, ihraççının iktisadî faaliyetlerinden dolayı olarak etkilenmeleri de söz konusu olabilir.

İhraççının alacaklıları, dış paydaşlar arasında ihraççının iktisadî vaziyetini bilmekten menfaati olan en önemli gruptur²⁰⁶. Bunların alacak hakkı, kanundan kaynaklanabileceği gibi; satış, kredi ya da kullandırma sözleşmelerinden kaynaklanan bir alacak hakkı da olabilir. Buna mukabil, şirketler hukuku ve sözleşme hukuku dairesindeki alacaklıları koruyan hükümler karşısında; kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yapılan açıklamaların, büyük bir önem arz etmediği ileri sürülebilir. Fakat bu, ancak malî bünyesi güçlü ve pazarlık gücü yüksek şirketler için söz konusudur. Malî gücü nispeten zayıf ve pazarlık gücü sınırlı olan alacaklılar için ise, kamuyu aydınlatma kapsamındaki açıklamalar büyük önem arz eder²⁰⁷.

Önemli bir diğer dış paydaş grubu da; ihraççının iktisadî başarısını doğrudan etkileme gücüne sahip olan müşterilerdir²⁰⁸. Türk kültür ve iktisat tarihinde, önemli bir yer tutan ahilik müessesesinden kaynaklanan bir veciz; müşteri kavramının işletme bakımından önemini ifade eder; “*Müşteri velinimetir*”²⁰⁹. İşletme için bu derece önem arz eden müşteriler bakımından kamuyu aydınlatma ilkesinin pratik değeri; kaliteli mal ve hizmet temin ederek sağlanan memnuniyetin, sürekliliğine dair bir öngöründe bulunma imkânı bahşetmesinden gelir. Bunun gibi, fertlerin müşterisi oldukları işletmelerle hissî bir bağ kurması; merak duygusundan sâdır olan bir bilmek arzusunu da tahrik edebilir. Bilgi sahibi olma konusundaki bu motivasyonun, son yıllarda hızla arttığı görülmektedir.

²⁰⁶ **Yanlı**, *Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması*, İstanbul 2000, 83; **Tekinalp**, *AO Bilançosu*, 31.

²⁰⁷ **Christian J. Meier-Schatz**, “*Objektives of Financial Disclosure Regulation*”, *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, Vol. 8, (1986) , 231.

²⁰⁸ **Tuzcu**, 73; **Fatmanur Ertuğrul**, 213.

²⁰⁹ **İbrahim Durak/Atilla Yücel**, “*Ahiliğin Sosyo-ekonomik Etkileri ve Günümüze Yansımaları*”, Süleyman Demirel Ü. İ.İ.B.F. Dergisi, 15 (2), (2010), 158. *Velinimet* ifadesi, Osmanlıca *veliyy-i nimet* şeklindeki, nimet sahibi, yedirip içiren manasındaki söz grubundan neşet etmiş; birine etkisi yaşadıkça sürececek bir iyilik ve bağışta bulunan kimse anlamına gelmektedir (bkz. Osmanlıca-Türkçe Ansiklopedik Lûgat, **Ferit Devlilioğlu**, 33. Baskı, Ankara 2017, 981 ve *Türkçe Sözlük*, 2478).

Gelişen toplumsal duyarlılığa bağlı olarak müşteriler, işletmelerden etik davranmalarını beklemeye; işçi ve insan haklarına riayet, doğa ve çevreye duyarlı olma, cinsiyet ayrımcılığı yapmama gibi kıstasları da gözetmeye başlamışlardır²¹⁰. Bu bakımdan meraklı ve duyarlı müşteriler, işletmenin kamuyu aydınlatma açıklamalarını takip edebileceklerdir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi dairesinde açıklanan bilgilerden yararlanacak bir diğer grup ise tedarikçilerdir. Tedarikçi, ihraççıya mal veya hizmet temin eden şahıs veya işletmedir²¹¹. Bunlar, ihraççıya hammadde veya nihaî mamul temin edebilecekleri gibi; ihraççının faaliyet konusu dışında kalan destek hizmetlerini de sağlayabilirler. Bu noktada tedarikçiler, ihraççı bakımından alacaklı ya da borçlu sıfatını da haiz olabilirler. Tedarikçilerin, mal veya hizmet sağladıkları ihraççıların iktisadî vaziyeti ve geleceği ile ilgilenmeleri tabiidir; nitekim tedarik sürecinin devamlılığı, ihraççının faaliyetlerinin gidişatı ile yakından alâkalıdır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yapılan açıklamalardan, ihraççının rakipleri de faydalanacaktır. Bununla birlikte, kamuyu aydınlatmanın bunları muhatap aldığını ve bilgi sahibi yapmayı hedeflediğini ileri sürmek güçtür. Hatta kamuyu aydınlatma açıklamalarının, ihraççının rakipleri tarafından da takip edilmesi; ihraççının açıklama yapma motivasyonunu olumsuz etkileyebilecektir. Bu bakımdan, ihraççının rekabet içinde bulunduğu diğer şirketler, ancak aşağıda ele alacağımız kamu ve genel iktisadi düzen dairesinde kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatapları arasında kabul edilebilecektir.

1.2.3.2.4. Kamu ve Genel İktisadî Düzen

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde arz edilen bilgiler, *kamu* kavramına dâhil olan tüm çevreler bakımından, gerektiğinde faydalı olabilir. Bu noktada, geniş anlamda kamu kavramına dâhil üç temel grup yahut çevre vardır; devlet, toplum ve genel iktisadi düzen.

Devlet tüzel kişiliği ve kamu kuruluşlarının, kamuyu aydınlatma çerçevesinde sunulan bilgilerle ne derece ilgileneceği; esasında devletin iktisadî-politik tercihine

²¹⁰ Fatmanur Ertuğrul, 213.

²¹¹ *Tedarik*, firmanın üretim sürecinde kullanmak üzere ara malı, hammadde ve sermaye mallarını sağlaması olarak tarif edilmiştir. Bkz. *İktisat Sözlüğü*, 403. Bu bağlamda tedarikçi ise, firmaya ara mal, hammadde ve sermaye malı sağlayan kimseler olarak ifade edilebilecektir.

bağlıdır. Serbest piyasa ekonomisini kabul etmiş bir devletin şirketlerden beklentisi, kural olarak sınırlıdır. Bu beklenti daha ziyade, ilgili mevzuata uygunluk ve vergi konusundadır. İş ve sosyal güvenlik mevzuatına uygun davranmak, yatırımcı ve tüketicinin korunması gibi hususlar bu bakımdan devletin ilgi sahasına girmektedir. Özellikle maliye ve vergi idareleri, kamuya açıklanan bu bilgileri, kendi amaç ve ilkeleri doğrultusunda ele alacaklardır²¹². Bunun yanı sıra devlet ve kamu kuruluşları, politika belirleme faaliyetlerinde kullanacakları veri ve istatistikleri de, bu açıklamalar vasıtasıyla temin edebileceklerdir. Devlet bu sayede, ihraççı şirketlerin küresel ölçekte rekabet kabiliyetini artırmayı; ulusal ölçekte ise iktisadî merkezîleşmeyi önlemeyi sağlayacak tedbirleri tespit edebilecektir.

İhraççı ile doğrudan hukukî ya da iktisadî bir ilişki içinden olmayan; fakat açıklanan bilgilerle birtakım sebeplerle ilgilenen kimselerin de, *kamu* kavramına dâhil olduğunu ifade etmek gerekir. Bu alâka, sosyal, siyasi, iktisadi yahut akademik mahiyette olabilir. Örneğin sivil toplum örgütleri, faaliyet konularına bağlı olarak, kamuyu aydınlatma açıklamaları ile ilgilenebilir; cinsiyet ayrımcılığı, çocuk istihdamı, spor ve sporcunun desteklenmesi gibi pek çok konuda ihraççı için bir baskı grubu oluşturabilirler. Böylece şeffaf ve katılımcı bir toplum, toplumsal ve insani değerlerle barışık bir iktisadi faaliyet sözü konusu olabilecektir²¹³. Bunun yanı sıra gazeteciler ve basın kuruluşları da, ihraççının kamuya yapacağı açıklamaları takip edeceklerdir. Basın kuruluşları ve gazetecilerin bu ilgisi, esasında kamuyu aydınlatmanın tam manasıyla gerçekleşmesini; açıklanan bilginin aleniyetinin ve bilinirliğinin artmasını sağlar. Bir başka ifade ile basın ve gazetecilerin ilgisi, âdeta bir çarpan etkisiyle açıklamanın etkisini artıracaktır. Sivil toplum ve basının yanı sıra, bilim adamı ve akademisyenler de, branşlarına göre bu açıklamalardan faydalanacaklardır. Bu açıklamalar, önemli bir veri kaynağı olarak; hukuk, işletme, iktisat ve maliye gibi pek çok bilim ve disiplin açısından faydalı olabilir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, sadece ilgi çevresi kapsamındaki gerçek ve tüzel kişilerin menfaatlerine yönelmez; aynı zamanda genel iktisadî düzenle de yakında ilgilidir²¹⁴. Genel iktisadi düzen; halkın yararına olduğu ve korunmasında halkın menfaatinin bulunduğu savıyla; devlet tarafından tercih ve tesis edilen düzendir. Kamuyu aydınlatma ilkesi, esas

²¹² İhtiyar, 98; Duman, 104.

²¹³ Benzer şekilde bkz. Tuzcu 78-79.

²¹⁴ Tekinalp, *AO Bilançosu*, 14; Yanlı, *Kamunun Aydınlatılması*, 104; İhtiyar, 98.

itibariyle serbest piyasa ekonomisine özgü bir kavramdır; bu nedenle, korunması istenen düzen serbest piyasa düzenidir. Serbest piyasa düzeninin sağlıklı olarak işleminin halka; bir başka ifade ile ülkede yaşayan herkese, fayda sağlayacağı ileri sürülmektedir. Bu bakımdan, kamuyu aydınlatma ilkesinin gereği gibi düzenlenmesi ve bu gereğe uyulması; geniş kitlelerin sisteme olan inancını kuvvetlendirecektir. Genel iktisadi düzen dairesindeki bu müspet etki, sermaye piyasasının kurumsal yapısı ve felsefesinden daha az şüphe eden bir toplum inşasına katkı sunmak olarak da kendini gösterecektir²¹⁵.

1.2.3.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesi Çerçevesinde Açıklanacak Bilginin Özellikleri

Bilgi kelimesinin İngilizce'deki karşılığı olan *information*; biçim verme anlamındaki, Latince kökenli "*informatio*" kelimesinden gelmektedir²¹⁶. Kelimenin kökeni, bilginin salt bir veriler yığını olmadığını ifade eder. *Bilgi (information)*, salt bir toplama ve yığma faaliyetinin neticesi değildir; derlemek, işlemek ve şekil vermek suretiyle, verilerin kullanıma hazır hâle getirilmesidir²¹⁷.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde açıklanacak bilgi, bir ürün niteliğindedir. Bu üründen beklenen fayda; muhatapları tarafından anlaşılması ve muhataplarının kararlarına yardımcı olmasıdır. Bilginin bu niteliği kazanması, bir üretim süreci neticesinde gerçekleşir ve bu süreçte; muhasebe, iktisat ve hukuk gibi bilim ve disiplinlerden faydalanılır. Bu farklı sahaların katkısıyla oluşan bilginin, yeknesak ve muhataplarınca anlaşılabilir bir mahiyet kazanması için ise, birtakım ilke ve kuralların varlığı şarttır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde arz edilecek bilginin mahiyeti hakkında; farklı kanun maddelerinde birtakım düzenlemeler mevcuttur. Mesela SerPK m. 6/1'de,

²¹⁵ Meier-Schatz, 231; David J. Schulte, "The Debatable Case for Securities Disclosure Regulation", The Journal of Corporation Law, 13 (2), (1988), 539.

²¹⁶ Redhouse, 221.

²¹⁷ *Bilgi*, bu üretim sürecinde üç şekilde tezahür eder: *Veri, bilgi ve üst bilgi*. *Veri (data)*, işlenmemiş birtakım ham gerçeklerdir. *Bilgi (Information)* ise; işlenmiş, düzenlenmiş, süzölmüş ve özetlenmiş bazı verilerden oluşur. *Üst bilgi (knowledge)* kavramı ise; kullanıcının tecrübeleri, fikirleri, sezgileri, kabiliyetleri, hukukî konuları gibi öznel değerlendirmeler altında; yine kullanıcının ihtiyaçları çerçevesinde özelleştirilmesi neticesinde ortaya çıkar. Bkz. Mesut Kurulgan, "Geçmişten Günümüze Finansal Bilgi Kaynaklarında Dönüşüm", Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri, Eskişehir 2009, 207. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sunulacak bilgi, esasında üst bilgi niteliğindedir. Aşağıda daha ayrıntılı olarak açıklanacağı üzere; bu bilgi nitelikli bir bilgidir ve birtakım özellikleri haiz olması gerekir. Bu özellikler incelenecek olursa; bilginin başta yatırımcılar olmak üzere muhatapların kavrayışına hitap ederek onlar tarafından içselleştirilmesinin amaçlandığı anlaşılacaktır. Fakat biz bu çalışmada, hukuk sahasına yabancı ve teknik mahiyetteki *üst bilgi* söz grubu yerine; *bilgi* kelimesini geniş ve bilinen anlamıyla kullanmayı tercih ettik.

izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz olmasından bahsedilmiştir. “*Dürüst resim ilkesi*”nin düzenlendiği TTK m. 515’de ise; anonim şirket finansal tablolarının, Türkiye Muhasebe Standartlarına göre şirketin malvarlığı, borç ve yükümlülükleri, özkaynakları ve faaliyet sonuçları ile ilgili *tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, ihtiyaçlara ve işletmenin niteliğine uygun bir şekilde; şeffaf ve güvenilir olarak; gerçeği dürüst, aynen ve aslına sadık surette yansıtacak* bir şekilde hazırlanması gerektiği ifade edilmiştir. Gerek SerPK, gerekse TTK’da sevk edilen hükümlerin yanı sıra; Kurul tebliğlerinde de, kamuyu aydınlatma ilkesinin mahiyetine dair bazı düzenlemeler mevcuttur. II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği’nin 24’üncü maddesinin 1’inci fıkrasına göre; tebliğ kapsamında yapılacak açıklamalar, *yatırımcıların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli* olmalıdır. Yine buna benzer şekilde, II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği’nin eki olan *SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri*’nin (2) numaralı *Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık* başlığı altında da; kamuyu aydınlatma ilkelerine dair bazı kıstaslara yer verilmiştir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi dairesinde arz edilecek bilginin mahiyeti, esasında Kanun ve ikincil mevzuat dairesinde şekillenmesine rağmen; modern sermaye piyasalarında bugün için, genelgeçer birtakım kıstaslar da söz konusudur.

1.2.3.3.1. Gerçeklik (Doğru ve Dürüst Görünüm Verme)

Kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında açıklanacak bilgiler; tüm hâl, vaka ve vakıaları tam bir gerçeklik içinde yansıtmalıdır. *Doğru ve dürüst bir görünüm* verme olarak da ifade edilebilecek bu esas, esasında kamuya açıklanacak bilgilerin nihaî hedefine işaret eder.

Doğru ve dürüst bir görünüm verme esası; hem Sermaye Piyasası Kanunu’nun, hem de Türk Ticaret Kanunu’nun ruhuna nüfuz etmiştir. Finansal raporlama ve bağımsız denetime dair SerPK m. 14/3’deki düzenlemeye göre; ihraççılar, düzenleyecekleri finansal tablo ve raporları Türkiye Denetim Standartları çerçevesinde bilgilerin *gerçeği doğru ve dürüst bir biçimde yansıtması ilkesine* uygunluğu bakımından inceleyerek bir bağımsız denetim raporu almak zorundadırlar. Keza Türk Ticaret Kanunu’nda da, bağlı şirketin yönetim kurulunun şirketin hâkim ve bağlı şirketlerle ilişkileri hakkında düzenleyeceği

raporun *doğru ve dürüst hesap verme ilkelerine* uygun olması (m. 199/1); finansal tablolar ile bunların dayanağı olan defterlerin Türkiye Muhasebe Standartları çerçevesinde, şirketin malvarlığı, finansal ve kârlılık durumunun resmini gerçeğe uygun olarak ve dürüst bir şekilde yansıtip yansıtmadığı hususunun bağımsız denetim raporunda yer alması (m. 402/5-b) gibi hususlar düzenlenmiştir.

Kamuya açıklanan bilgilerin, özellikle geleceğe yönelik birtakım değerlendirmeler içermesi hâlinde; mutlak bir gerçekliği yansıtmaması pek tabiidir. Bu nedenle, şirketin geleceğine dair öngörü ve tahminde bulunmak; daha ziyade yatırımcılara kalmıştır²¹⁸. Şayet geleceğe yönelik birtakım tahmin veya öngörülerde bulunulacaksa; bunların muhakkak surette gerçeklere dayanması ve ticarî olarak yeterince kanıtlanabilir olması gerekir²¹⁹. Geleceğe yönelik değerlendirmeler, çoğunlukla tahmin ve öngörülerden oluşur; risk ve fırsatları içerir. Bununla birlikte bilgiyi kullanacaklar, bilgiyi üretenlerin değerlendirmelerini genellikle sübjektif olarak gördüklerinden; bu geleceğe dönük tahmin ve öngörülerini kendi mahiyetleri çerçevesinde ele alacaklardır. Keza şirket yöneticileri, buldukları konum itibariyle; şirketin iktisadî vaziyeti ve geleceği hakkında, iyimser olmaya meyillidirler²²⁰. Bu nedendir ki, kanun, tebliğ ve Kurulun hazırladığı taslaklarda ifade edilenler dışında; izahnamede geleceğe yönelik herhangi bir ifade yer almaması yerinde olacaktır²²¹. Bununla birlikte, Menkul Kıymet Davaları Reform Yasası (*The Private Securities Litigation Reform Act of 1995 – PSLRA*) ile ABD menkul kıymetler hukukunda yapılan bir değişiklikle (U.S.C. § 77z-2); *bespeaks-caution* doktrini olarak adlandırılan ve geleceğe yönelik bir öngörü veya tahmin içeren beyanda; yeteri kadar, anlaşılır ve somut uyarıcı ifadelerin bulunması hâlinde, söz konusu beyanda *esaslı* bir eksiklik bulunmadığını kabul eden bir yaklaşım geliştirilmiştir²²².

Kamuya açıklanacak bilgilerin gerçek olması yeterli değildir; bunun yanı sıra bu bilgiler, gerçeğe aykırı bir algı oluşturmamalıdır. Kamuya açıklanacak bilgilerin, gerçek olmasının yanında; doğru ve dürüst bir görünüm vermesi de gerekir. Doğru ve dürüst görünüm verme, yaratılan algının gerçeğe uygun olması anlamındadır. Gerçeğe uygun bir

²¹⁸ **Johannes Köndgen**, Zur Theorie der Prospekthaftung, Hamburg 2000, 16.

²¹⁹ **Assman/Schütze**, § 5 N. 52; **Wolfgang Groß**, Kapitalmarktrecht - Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz, 6. Auflage 2016, N. 44.

²²⁰ **Orhan Çelik**, İşletmelerde Muhasebe Bilgisi ve Şirket Demokrasisi, Ankara 2007, 60; **Haarman**, 5.

²²¹ **Groß**, N. 52.

²²² In re Donald J. Trump Sec. Litig., 7 F.3d 357, 372–73 (3d Cir. 1993).

algının oluşması, kamuya açıklanacak bilginin diğer bazı nitelikleriyle de yakından alâkalıdır. Bilgi, birtakım eksiklikler veya muğlak ifadeler içerirse; ya da bilgi taşkınlığına yol açmak suretiyle muhatapların algısı fesada uğrattılacak olursa, doğru ve dürüst bir görünüm vermekten uzaklaşacaktır.

1.2.3.3.2. Tam (Eksiksiz) Olma

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde açıklanacak bilginin *tam* veya *eksiksiz* olması; açıklanması gereken hiçbir bilginin kasten ya da sehven atlanmaması anlamına gelir. Kamuya açıklanacak bilgilerin gerekli tüm hususları içermemesi; asimetric bilgi sorununa yol açar ve sermaye piyasasının sağlıklı işleyişini tehlikeye atar.

Kamuya arz edilen bilgilerdeki eksiklikler, açıklama yükümlüsünün birtakım bilgileri açıklamaktan imtina etmesi sonucu söz konusu olabilir. Açıklanması gereken bilgiler, şirketin iktisadî değerini düşürecek, yatırımcı ilgisini azaltacak veya birtakım hukukî sorunlara yol açacak mahiyetteyse; bu bilgilerin açıklanmaktan imtina edilmesi pekâlâ mümkündür. Keza, bilginin üretim sürecindeki bazı zafiyetler sonucunda da, birtakım eksiklikler söz konusu olabilir. Yanlış planlama, personelin meslekî yetersizliği ya da kontrol mekanizmalarının sağlıklı işlememesi gibi nedenler; eksik bilgi üretilmesine yol açabilir.

Kamuya açıklanacak bilginin eksiksiz olması, mevcut olan her bilginin değil; yatırım kararına esas olacak bilgilerin arz edilmesi anlamına gelir²²³. Bu açıklamaların kapsamı, daha ziyade mevzuatta belirlenmiştir; fakat kamuyu aydınlatma yükümlüsü de, mühim gördüğü ve somut olayın gerekli kıldığı diğer hususları da açıklamakla mükelleftir²²⁴.

Türk Ticaret Kanunu'nda da, kamuyu aydınlatma ile alâkalı bazı hükümler sevk edilmiştir. Kanun'un 65'inci maddesinin 2'nci fıkrasında ticarî defterlere yapılacak kayıtların eksiksiz olması; 66'ncı maddesinin 1'inci fıkrasında, şirketin varlık ve borçlarının eksiksiz olarak envantere kaydedilmesi; 516'ncı maddesinin 1'inci fıkrasında ise, yönetim kurulu faaliyet raporunun eksiksiz olarak hazırlanması gibi esaslara yer verilmiştir.

²²³ Aynı yönde bkz. **İhtiyar**, 74; **Manavgat**, *Halka Arz*, 197; **Paul Vizcarrondo (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz)**, *Liabilities Under the Federal Securities Laws*, 2013, 11.

²²⁴ Aynı yönde bkz. **Duman**, 108; **İhtiyar**, s. 82.

1.2.3.3.3. Anlaşılabilir Olma

Kamuyu aydınlatma ilkesinin anlam kazanması ve istenen amacın gerçekleşmesi; bilginin, muhatapları tarafından anlaşılabilmesine bağlıdır. Bilginin anlaşılabilmesinin, bilginin üretim safhasındaki diğer tüm çabaları da başarısız kılacak; bunun gibi, kamuyu aydınlatma ilkesine dair düzenlemeleri de işlevsiz hâle getirecektir.

Bilginin anlaşılabilir olmasının iki yönü vardır; birincisi, bilginin maddî içeriği ile alakalıdır. Bilgi; tutarlı, kesin ve yeterince açık olmalıdır. Arz edilen bilgilerin tutarlı olması; birbiriyle yahut hâricen temin edilen bilgilerle çelişmemesi anlamına gelir. Keza, açıklamada muğlak ifadeler yer verilmemeli; kesin ve duraksamaya mahâl vermeyecek bir ifade tarzı benimsenmelidir. Bilginin anlaşılabilir olmasının bir diğer yönü, şekli bakımından anlaşılabilir olması; tercih edilen üslup, dil ve tertibin karmaşıklığa ya da yanlış anlamalara yol açmaması anlamındadır. II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 31'inci maddesinin 1'inci fıkrasında; izahnamede arı, duru ve sade bir dil ile anlaşılır cümlelere yer verilmesine dikkat edilmesi gerektiği ifade edilmiştir²²⁵. Buna bağlı olarak kamuyu aydınlatma açıklamalarında; söz sanatları ve belâgat yolu ile muhatapların ikna edilmesine çalışılmamalıdır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde arz edilecek bilgi, gelişigüzel, ham, düzensiz veya salt bir yığın şeklinde değil; muhakkak surette bir sistematığa ya da plana bağlı olarak sunulmalıdır. Nitekim sermaye piyasası hukuku bakımından; kamuyu aydınlatma açıklamalarının şekli ve esasları; büyük ölçüde Kanun, Kurul tebliği ve Kurulca hazırlanan standart formlarla belirlenmiştir.

Kamuyu aydınlatma açıklamaları Türkçe yapılmalıdır. II-5.1 sayılı Tebliğ'in 31'inci maddesinin 1'inci fıkrasında; izahname, ihraç belgesi, tertip ihraç belgesi, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ve arz programı sirküleri ile başvuru ile birlikte Kurula gönderilmesi gereken diğer bilgi ve belgelerin dilinin Türkçe olması gerektiği ifade edilmiştir. İzahnamenin hazırlanma safhasında faydalanılan ve izahname eki olarak kamuya açıklanmayan yabancı dildeki bilgi ve belgelerin; yeminli tercüman vasıtasıyla Türkçe'ye çevrilmesi, gerekli görülürse Kurul tarafından zorunlu tutulabilir (II-5.1 sayılı

²²⁵ Amerikan sermaye piyasası otoritesi SEC de, açıklama belgelerinin karmaşıklığını gidermek için sade bir İngilizce kullanılmasını teşvik etmektedir. Bkz. **Steven L. Schwarcz**, "Rethinking the Disclosure Paradigm In A World of Complexity", University of Illinois Law Review, 2004 (1), (2002), 8.

Tebliğ m. 31/1). Keza özel durum açıklamaları da, kural olarak Türkçe yapılacaktır (II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği m. 23/1). Bunun gibi; Türk Ticaret Kanunu'nda da, ticari defterlerin (m. 65/1) ve yıllık finansal tabloların (m. 70/1) Türkçe tutulması ve düzenlenmesi öngörülmüştür.

1.2.3.3.4. Tarafsızlık

Kamuya arz edilecek bilgilerin üretim ve açıklanma safhası, büyük ölçüde ihraççının yöneticileri tarafından kontrol edilmektedir. Yöneticilerin, konumları itibariyle, ihraççının iktisadî vaziyetini, dışarıdan ve daha geniş bir perspektifle ele alma imkân ve kabiliyetleri sınırlı olduğundan; tarafsızlıklarını kaybederek, fazlaca iyimser olmaları muhtemeldir²²⁶. Bu iyimserlik, ihraççının diğer çalışanlarına ve bilginin üretim ve açıklama safhasına katılanlara da sirayet edebilir. Bu bakımdan tarafsızlığın ilk boyutu; bilgiyi üretenlerin ve açıklayanların, gerçekleri tüm yönleriyle açıklamaya yansıtmış olmaları gereğidir.

Tarafsızlığın bir diğer boyutu ise; bilginin muhatapları arasında herhangi bir iltimasa mahâl verecek tavırlardan kaçınmak olarak kendini gösterir. Kamuyu aydınlatma dairesinde açıklanacak bilgilerin; hem hazırlanma, hem de açıklanma safhasında tam bir tarafsızlık söz konusu olmalıdır. Kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatapları arasında herhangi bir ayırım gözetilmemelidir²²⁷. Bununla birlikte, kamuyu aydınlatma ilkesinin, yatırımcının korunması ilkesinden sâdır olduğu gerçeği göz ardı edilmemeli; bireysel yatırımcı düzeyini aşacak ya da bireysel yatırımcıyı ikinci plana itecek mahiyette bir açıklamada bulunulmamalıdır.

Tarafsızlığın bir diğer görünümü, açıklanacak bilgilerin muhataplara eşzamanlı olarak sunulmasıdır²²⁸. Bilginin, muhataplardan birine veya bir kısmına; diğerlerine nazaran daha önce sunulması, süreli de olsa bir bilgi asimetrisine yol açacaktır. Henüz açıklanmamış bazı bilgileri öğrenmek ve bunlardan faydalanmak suretiyle yapılan işlemler; *bilgi suiistimali (içeriden öğrenenlerin ticareti)* olarak ifade edilmektedir²²⁹.

²²⁶ **Orhan Çelik**, İşletmelerde Muhasebe Bilgisi ve Şirket Demokrasisi, Ankara 2007, 60; **Duman**, 101.

²²⁷ **İhtiyar**, 83; **Duman**, 110.

²²⁸ **İhtiyar**, 87.

²²⁹ **Turanboy**, *Insider*, 44; **Şebnem Meral Bakkalçı**, “Avrupa Birliği'nde İçerden Öğrenenlerin Ticareti ile İlgili Hukuki Düzenlemeler”, Aksaray Ü. İİBF Dergisi, 1 (1), (2009), 42.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106'ncı maddesinde bilgi suiistimali; hapis veya adli para cezasını gerektiren bir suç olarak düzenlenmiştir²³⁰.

Bilginin eş zamanlı olarak arz edilmesi bakımından Kamuyu Aydınlatma Platformu, önemli bir müessesedir. Kurul tarafından VII-128.6 sayılı Tebliğ ile düzenlenen Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP); mevzuat uyarınca kamuya açıklanması gerekli olan bilgilerin, elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu bir elektronik sistemdir. Hangi bilgilerin KAP'da duyurulacağı, Kanun ve tebliğlerde belirtilmiştir. Halka açık ortaklıkların genel kurul toplantılarına çağrı (SerPK m. 29/1), ihraççının KAP üyeliği bulunduğu takdirde izahname (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 28/3), II-14.1 sayılı Tebliğ m. 12/1 kapsamında yer alan işletmelerin finansal tabloları, KAP'da açıklanması gereken bilgilerden bazılarıdır.

Tarafsızlığın ihlâli, kasten ya da hatâen olabilir; her iki hâlde de kamuyu aydınlatma yükümlülüğü gereği gibi yerine getirilmemiş olur. Bununla birlikte, açıklama yükümlülerinin genelde ihraççının yöneticisi ya da personeli olduğu dikkate alındığında; tarafsızlık niteliğini sağlamak adına çok katı ve tavizsiz bir yaklaşımda bulunmamak gerekir. Çünkü bu açıklamaları anlamlı kılan, bilgiyi üreten ve açıklayanların meselelere kendi zaviyelerinden bakabilmeleri; salt bir aktarma faaliyetiyle yetinmemiş olmalarıdır. Aksi hâlde, ihraççıyı kontrol edenlerin gelecek algısı hakkında; nitelikli ve yeterli bir bilgi sahibi olma imkânı ortadan kalkacaktır.

1.2.3.3.5. Mukayese Edilebilir Olma

Kamuyu aydınlatma ilkesi dairesinde arz edilecek bilgiler; ihraççının geçmiş dönem faaliyetlerine dair bilgilerle ve benzer konumdaki diğer ihraççılar tarafından açıklanan bilgilerle, mukayeseye elverişli olmalıdır²³¹. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sunulacak bilgilerin mukayeseye uygun olması; yapılacak açıklamalarda başkaca şirketlerin bilgilerine yahut açıklamayı yapan şirketin yıllara yayılan tüm bilgilerine yer verilmesini gerektirmez. Nitekim bu, pratikte mümkün de değildir. Bu

²³⁰ İçeriden öğrenenlerin ticareti suçu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Ali Hakan Evik/Vesile Sonay Evik**, "İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu", İstanbul Ü. Hukuk Fakültesi Mecmuası, 63 (1-2), (2005), 1-56.

²³¹ **Thorben Rein**, Die Prospektpflicht und Prospekthaftung bei Wertpapieremissionen, Hamburg 2009, 174.

noktada mühim olan, ihraççının ve piyasadaki benzer diğer ihraççıların; aynı prosedür ve ilkeler dairesinde açıklama yapma yükümlülüğünü haiz olmalarıdır²³².

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yapılacak açıklamalara, mukayese edilebilir olma vasfını kazandıran; yeknesak ve esasları tespit edilmiş birtakım standartlar çerçevesinde arz edilmeleridir. Sermaye piyasası mevzuatı, Türk Ticaret Kanunu ve özellikle muhasebe ve finansal tablolara dair düzenlemelerde; belirli standartlar belirlenmiş ya da belirli standartlara atıf yapılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 6'ncı maddesinde; izahnamede açıklanan bilgilerin, Kurulca belirlenecek standartlara uygun olması gerektiği ifade edilmiştir. Kurul da, hazırladığı ve internet sitesinde yayımladığı izahname formatları ile Kanun'da kendisine verilen bu vazifeyi yerine getirmiştir²³³.

Kamuyu aydınlatma ilkesi bakımından büyük önemi haiz olan finansal raporlara ve muhasebe esaslarına ilişkin açıklamalar; *Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu* tarafından hazırlanan ve yayımlanan, finansal raporlama ve muhasebe standartlarına göre yapılmaktadır. Kurum tarafından Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) kapsamında kırk bir (41); Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) kapsamında ise on beş (15) standart düzenlenmiştir. Bu standartlara ait yorumlar da; yine Kurum tarafından yayımlanmıştır²³⁴. Hazırlanacak ve açıklanacak bilgilerin, bu standartlara uygun olması; hem SerPK'da ve Kurul tebliğlerinde, hem de TTK'da öngörülmüştür. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 14'üncü maddesinin 1'inci fıkrasındaki düzenlemeye göre; ihraççının kamuya açıklanacak finansal tablo ve raporlarının, Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olması gerektiği ifade edilmiştir. Keza, Türk Ticaret Kanunu'nda da; envanter çıkarılması (m. 67), yılsonu finansal tablolar (m. 69) ve bilançonun düzenlenmesi (m. 73) gibi hususlarda, bu standartlara atıf yapılmıştır.

1.2.3.3.6. Bağımsız Denetimden Geçmiş Olma

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 14'üncü maddesinin 3'üncü fıkrasında; ihraççıların, düzenleyecekleri finansal tablo ve raporlardan Türkiye Muhasebe Standartları kapsamında Kurulca belirlenenleri, SerPK uyarınca listeye alınan bağımsız denetim kuruluşlarına,

²³² **İhtiyar**, 85.

²³³ İzahname formatlar için bkz. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/0/12> (Erişim: 12.12.2017).

²³⁴ <http://kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/7890/TMS/TFRS-2018-Seti> (Erişim: 03.05.2018). Standartlara dair yorumlar da, Türkiye Muhasebe Standartları'na dâhildir (TTK Geçici m. 1).

Türkiye Denetim Standartları çerçevesinde bilgilerin gerçeği doğru ve dürüst bir biçimde yansıtması ilkesine uygunluğu bakımından inceleyerek; bir bağımsız denetim raporu almak zorunda olduğu ifade edilmiştir. Yine aynı maddenin 5'inci fıkrasında; bağımsız denetime tâbi olunması durumunda bağımsız denetim raporunun, Kurulca belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde kamuya duyurulacağı hüküm altına alınmıştır. Keza, II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 7'nci maddesinin 5'inci fıkrasındaki düzenlemeye göre; izahnamede, bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden²³⁵ geçirilmiş finansal tablolar ile bu finansal tablolara dayalı verilere yer verilmesi esastır.

Kamuya açıklanacak bilgilerin; bir ürün vasfında olup, bir üretim süreci sonucunda meydana geldiği daha önce ifade edilmişti. Bilginin üretim safhasındaki veriler; toplanır, işlenir, değerlendirilir ve mevzuat çerçevesinde tanzim edilir. Bundan sonra ise; bu bilgiler denetlenir ve açıklama yükümlülerinin tasdikine sunulur. Esasında bilginin açıklanmasından önceki ve bilginin üretim sürecindeki son safha bağımsız denetimdir; tasdik ise bir nevi sorumluluk beyanı vasfını haizdir. Bu yönüyle bağımsız denetim, bilgiye son şeklini veren; bir başka ifade ile bilgiyi karar vermeye elverişli hâle getiren faaliyettir.

Bağımsız denetim, kamuyu aydınlatma uygulaması açısından, uyulması zorunlu genel bir esastır²³⁶. Nitekim kamuya açıklanan bilgilerin ve bu bilgilere kaynak teşkil eden mali veri ve raporların bağımsız denetimden geçmiş olması; bunların doğruluğuna ve dürüstlüğüne dair neredeyse bir karine niteliğindedir²³⁷. Bağımsız denetime atfedilen bu önem; ihraççının malî durumuna, dışarıdan ve üçüncü bir göz olarak bakmasından ileri gelmektedir.

Bağımsız denetim uygulamasının; başta yatırımcılar olmak üzere, sermaye piyasasının tüm paydaşları üzerinde psikolojik bir etkisi de vardır. Yatırımcılar, karar almak ve harekete geçmek için; hem ihraççılara, hem de piyasaya güven duymak isterler. Sermaye piyasasındaki birçok düzenleme gibi; bağımsız denetime dair düzenlemeler de, kişileri sermaye piyasasına çekmek ve sermaye piyasasının bir paydaşı yapmak amacına

²³⁵ Sınırlı bağımsız denetim standartları için bkz.

http://kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/PDF%20linkleri/standartlar%20ve%20ilke%20kararlar%C4%B1/SINIRLI%20BA%C4%9EIMSIZ%20DENET%C4%B0M%20STANDARTLARI/SBDS_2410_RG.pdf (Erişim: 03.05.2018). Daha ayrıntılı bilgi için bkz. **Süleyman Uyar**, “Denetim Standartlarına Göre Sınırlı Bağımsız Denetim (Finansal Tabloların Gözden Geçirilmesi)”, Mali Çözüm Dergisi, Sayı 130, (2015), 15-39.

²³⁶ **İhtiyar**, 65.

²³⁷ **İhtiyar**, s. 65; **Duman**, 108.

yöneliktir. Bağımsız denetim kuruluşları ve denetçilerin, icra ettikleri denetim faaliyetlerinden dolayı sorumlu olmaları da; piyasaya ve yatırımcılara güven telkin eden bir başka husustur.

1.2.3.4. Bilgi Taşkınlığı

İnsanoğlunun idrâk kabiliyeti, yaratılış gereği sınırlıdır²³⁸. Keza insanoğlunun; bilgiyi saklamak ve yorumlamak noktasındaki bilişsel kabiliyeti de sınırsız değildir²³⁹. Bu sebeple, bireylerin kendilerine sunulan tüm bilgileri analiz ederek; mükemmel bir karar vermeleri, genellikle pek mümkün değildir²⁴⁰. Bireyler özellikle, karışık ve ayrıntılı seçenekler arasında seçim yapması gereken hâllerde; en iyi seçenekten ziyade, kendilerini o an için tatmin edecek bir seçeneğe razı olacaklardır²⁴¹. Bu esastan olmak üzere, sunulacak bilginin; insanın fitratından kaynaklanan bu sınırları aşmaması gerekir. Aksi hâlde, bilgi yoğunluğu altında ezilen birey, yılgınlık ve çaresizlik içinde, ya bilgiyi gereği gibi idrâk edemeyecek; ya da bilgiyi idrâk çabasından vazgeçip, rasyonel olmayan bir başka karara yönelecektir.

Bilgi taşkınlığı olarak ifade edilebilecek bu durum, farklı sebeplerden kaynaklanabilir. Zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin öngördüğü bilgilendirme yükümlülüklerinin; mevzuat tarafından günden güne genişletilmesi bu sebeplerden biridir. Kurul'un internet sitesinde yer verdiği; tek belgeden oluşan izahname formatı, tam olarak 72 sayfadan oluşmaktadır. Bunun gibi; birden fazla belgeden müteşekkil izahnamenin, ihraççı bilgi notu formatı ile sermaye piyasası aracı notu formatının toplam sayfa sayısı 146'dır²⁴². Hisselerini halka arz eden Türk şirketleri bakımından bir değerlendirme yapılacak olursa; izahnameler, ekleri hariç ortalama 200 sayfadan fazla bir metin olarak

²³⁸ *George A. Miller* tarafından, çok bilinen makalesinde; insanın aynı anda en fazla 7 (yedi) parça bilgiyi birlikte değerlendirebileceği ileri sürülmüştür. Bkz. **George A. Miller**, “*The Magical Number Seven, Plus or Minus Two: Some Limits on Our Capacity For Processing Information*”, *Psychological Review*, 63 (2), (1956), 81. Bu makaleye atıf yapan; sihirli sayıların daha az veya daha fazla olduğunu savunan sayısız makale neşredilmiştir. Bkz. **Gordon Parker**, “*Acta is a four-letter Word*” *Acta Psychiatrica Scandinavica*, Vol. 126 (6), (2012), 476-478.

²³⁹ **Herbert A. Simon**, “*A Behavioral Model of Rational Choice*”, *The Quarterly Journal of Economics*, 69 (1), (1955), 101.

²⁴⁰ Bkz. **Möllers/Temel**, 33 ve dn. 40; **A. Troy Parades**, “*Blinded by the Light Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*”, *Washington University Law Quarterly*, 81 (2), (2003), 19; **Simon**, 101.

²⁴¹ **Simon**, 104; **David M. Grether/Alan Schwartz/Louis L. Wilde**, “*The Irrelevance of Information Overload: An Analysis of Search and Disclosure*”, *Southern California Law Review*, Vol. 59 (1986), 287.

²⁴² Bkz. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/0/12>.

hazırlanmaktadır. Bu sebeptendir ki; bilgi taşkınlığı sadece açıklama yükümlülerinin davranışlarından ileri gelen bir mesele olarak değerlendirilmemelidir.

Kamuyu aydınlatma düzenlemelerinde öngörülen yükümlülükler bir yana bırakılırsa; açıklama yükümlülerinin, kastî birtakım davranışları da bilgi taşkınlığına yol açabilir. Bir bilgiyi gizlemekle; o bilgiyi, gereksiz ve önemsiz bilgiler yığını arasında fark edilmez kılarak, gerçeğe aykırı bir algı oluşturmak arasında, netice bakımından bir fark bulunmamaktadır²⁴³. Bunun gibi, açıklama yükümlüleri, esaslı olmayan, ilgisiz ve tanıtım amaçlı bilgiler sunmak suretiyle de; önemli ve esaslı bilgileri örtüp, açıklamanın etkinliğini azaltabilirler. Bu hâllere bir örnek vermek gerekirse, Audi A.Ş.'nin, 2008 yılına ait toplam 216 sayfalık faaliyet raporunun ilk 120 sayfasında hiçbir finansal bilgi bulunmamaktadır; bu 120 sayfalık kısım tamamen şirketin imajına ve tanıtımına yönelik ifadelere ayrılmıştır²⁴⁴. Şüphesiz ki faaliyet raporu, salt finansal bilgilerin yer alacağı bir kamuyu aydınlatma belgesi değildir; fakat kamuyu aydınlatma belgelerini, tanıtım amaçlı olarak kullanmak, yapılan kamuyu aydınlatma açıklamalarını örtecek mahiyette olabilecektir. İzahnamelerin uzunluğu ve karmaşıklığı, ABD ve Avrupa'da ilgili kuruluşlarca hazırlanan birçok raporda ifade edilmiştir²⁴⁵.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde arz edilen bilgilerin, bilgi taşkınlığına yol açabilecek bir yoğunluğa ulaşıp ulaşmadığının tespiti noktasında; hangi idrâk seviyesinin esas alınacağı önemli bir meseledir. Kamuyu aydınlatma açıklamaları, bireysel yatırımcıların yanı sıra; portföy yönetim şirketleri, bankalar, yatırım kuruluşları gibi farklı uzman kuruluşlara da hitap etmektedir. Bu kimselerin, uzmanlıkları, tecrübeleri, bilgiyi incelemek için ayırdıkları zaman ve karar alma stratejileri çok farklıdır²⁴⁶; binaenaleyh, menfaat grupları farklılaştıkça, açıklanan bilgileri tetkik ve idrâk kabiliyetleri de o ölçüde farklılaşacaktır.

Bilgi ve tecrübe bakımından, ortalamanın üzerindeki profesyonel yatırımcı modelinin esas alınması; kamuya açıklanan bilgilerin daha nitelikli olmasını sağlayabilir. Buna

²⁴³ Nitekim (EU) 2017/1129 sayılı yeni İzahname Yönetmeliği'nin giriş kısmında, ihraççı ve ihraca konu sermaye piyasası aracına dair önemli ve sarıh olmayan bilgilerin; yatırım kararını etkileyecek önemli bilgileri örtecek ve yatırımcının korunması zayıflatacak mahiyette olabileceği ifade edilmiştir (an. 27).

²⁴⁴ Bkz. **Möllers/Temel**, 29 ve dn. 17.

²⁴⁵ Bkz. A Reappraisal of Federal Administrative Policies Under the '33 and '34 Acts (*The Wheat Report*) 1969, 62-63; Report on Directive 2003/71/EC (*Prospectus Report*), ESME, Brussels 2007, 10.; **Haarman**, 16.

²⁴⁶ **Paredes**, 459.

mukabil, profesyonel yatırımcı modelinin esas alınması; profesyonel olmayan ve bireysel mahiyetteki ciddi bir yatırımcı kitlesi ile kamuya açıklanan bilgiler arasındaki bağı koparmak sonucunu doğurabilir. Böyle bir tercihte, kaliteli ve üstün nitelikli bilgileri algılamak isteyen bireysel yatırımcılar; uzman ve profesyonel kuruluş ve kimselerden yardım almak durumunda kalacaktır. Bu sebeple, bilgiye ulaşmak daha masraflı olacağı gibi; sürecin uzaması nedeniyle yatırımcılar bilgiye daha geç ulaşacaklardır.

Kamuya açıklanan bilgilerin, tüm yatırımcılar tarafından tamamen anlaşılabilmesi, aslında kural olarak mümkün değildir. Kamuyu aydınlatma faaliyetini, bilgi ve tecrübesi sınırlı olan yatırımcılara hitap edebilmek adına; daha basit ve anlaşılır birtakım bilgilerin arz edilmesi şeklinde gerçekleştirmek de, ister istemez bilgi kalitesini düşürecektir. Kaldı ki bu anlayış, kamuyu aydınlatma çerçevesinde açıklanan bilgileri değerlendirecek bilgi, tecrübe ve feraseti haiz yatırımcılar aleyhine haksız bir durum oluşturacak; tüm yatırımcıları alt düzey ve yetersiz bir bilgi eşiğinde sabitleyecektir. Kamuya yapılan açıklamaların daha anlaşılır olması ve daha fazla yatırımcıya hitap etmesi noktasında; önemli ayrıntılara yer verilmemesi düşünülemez. Bu bağlamda, anlaşılması zor olduğu gerekçesiyle, muhasebe ve finans bilgilerinin kamuya arz edilmesinden imtina edilemez²⁴⁷. Nitekim kurumsal yatırımcılar, profesyonel analistler ve yatırım danışmanları gibi belirli bazı gruplar için; bilgi zenginliğinin önemli olduğunu ifade etmek gerekir²⁴⁸.

Bu iki yaklaşımın doğuracağı menfi neticeler; ortalama bilgi, tecrübe ve feraseti haiz yatırımcıyı esas almayı, akla en yatkın çözüm olarak işaret etmektedir²⁴⁹. Ortalama yatırımcı, kamuya açıklanan bilgileri ana hatlarıyla anlayabilecek; piyasa ile alâkalı, en azından temel düzeyde bilgi ve tecrübeye sahip olan yatırımcıdır²⁵⁰. Kamuya açıklanan bilgileri ana hatları itibarıyla anlamak; bu bilgilerden birtakım çıkarımlar yapabilmek ve buna bağlı olarak alacağı kararın iktisadî risklerini, az çok öngörebilmeyi gerektirir. Ortalama yatırımcının, açıklanan her bilgiyi anlayacak yeterlilikte olması beklenemese de²⁵¹; fakat hangi bilgileri anlayıp anlayamadığını bilebilecek feraset ve kabiliyette olması gerektiği kanaatindeyiz.

²⁴⁷ Orhan Çelik, 55; Haarman, 16.

²⁴⁸ Haarman, 16.

²⁴⁹ Aynı yönde bkz. Manavgat, *Halka Arz*, 198.

²⁵⁰ İhtiyar, 73.

²⁵¹ Haarman, 91.

Bilgi taşkınlığı meselesini tamamen ortadan kaldırmak, sermaye piyasası işlemlerinin ve araçlarının çeşitliliği; yatırımcıların farklı idrâk seviyeleri göz önüne alınacak olursa, pek mümkün görünmemektedir. Bununla birlikte, geniş kapsamlı ve ayrıntılı bilgileri, bunları tek başına anlayamayacak yatırımcılar için; nispeten anlaşılabilir kılmanın, bazı yöntemleri söz konusu olabilir. Sermaye piyasası profesyonelleri olan; finansal analistler, kurumsal yatırımcılar, yatırım kuruluşları gibi piyasa paydaşları, bireysel yatırımcıların kararlarına yardımcı olabilmektedirler. Profesyoneller, zaman, imkân ve bünyelerinde istihdam ettikleri uzman ve teknik personel bakımından; nitelikli, ayrıntılı ve geniş kapsamlı bilgileri analiz etmekte bireysel yatırımcılara nazaran daha başarılıdırlar. Bununla birlikte, bunların da iş yoğunlukları nedeniyle zamanlarının sınırlı olduğu; gerekli değerlendirmeleri yapanların da nihayetinde birer insan oldukları dikkate alındığında; bilişsel kabiliyetlerinin de sınırsız olmadığını hatırdan çıkarmamak gerekir²⁵². Profesyoneller de, daha düşük bir ihtimalle de olsa; bilgi taşkınlığı nedeniyle algı ve kavrayışta zafiyet yaşayabileceklerdir.

Kamuya yapılan açıklamaların olabildiğince fazla yatırımcı tarafından anlaşılmasının hedeflendiği modern sermaye piyasalarında; izahnamenin tam metninin yanı sıra bir özetle beraber kamuya açıklanması öngörülmüştür. Bu özette, halka arzın ana hatları açıklanacak; bu şekilde, karmaşık bilgiler daha kolay anlaşılacaktır²⁵³. Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa ve Türk sermaye piyasalarında cârî olan kamuyu aydınlatma sisteminde; tam ve geniş kapsamlı izahname ve özeti birlikte yayımlanmaktadır. Bunun yanı sıra yatırımcılar, isteğe bağlı olarak, profesyonel kişi ve kuruluşlardan hizmet almak suretiyle; nitelikli ve ayrıntılı bilgilerden faydalanabilirler.

Binnetice, bilgi taşkınlığı meselesinin tamamen önlenmesi; yatırımcı davranışları dikkate alındığında pek mümkün görünmemektedir. İzahname, İngiliz ve Alman dillerindeki tercümesi olan “*prospectus/prospekt*” kelimelerinden yola çıkılarak; bir ilacın prospektüsüne benzetilebilir. Prospektüste, ne kadar fazla ve mühim yan etki sayılırsa sayılsın; hastalar, ilaç arzu edilen olumlu etkiyi vaat ettiği sürece, yan etkileri göz ardı edeceklerdir²⁵⁴.

²⁵² Paredes, 455.

²⁵³ Paredes, 432, Manavgat, *Halka Arz*, 199.

²⁵⁴ Haarman, 18.

1.2.4. Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile Bilgi Alma ve İnceleme Hakkının Karşılaştırılması

Kamuyu aydınlatma ilkesi ve anonim şirket pay sahiplerinin bilgi alma hakkı, bilgiyi merkez kavram olarak kabul eden; özünde şirket hakkındaki bilgiyi ifşa etmeyi amaç edinen müesseselerdir. Bununla birlikte, ortaya çıkış saiki ve açıklanacak bilgilerin mahiyeti gibi konularda; bu iki müessese arasında önemli farklar bulunmaktadır.

Bilgi alma hakkı, anonim şirket pay sahibini bilgilendirme amacına binaen, az ortaklı ve kapalı anonim şirketler bakımından öngörülmüştür²⁵⁵. Kara Avrupası'ndaki asıl anonim şirket tipi olan kapalı anonim şirketlerde, pay sahibi sayısının az olması veya pay sahipliğinin yoğunlaşmasına bağlı olarak; pay sahipleri, şirket ile temas kurma ve bilgi edinme imkânını haizdirler. Fakat pay sahibi sayısının fazla olduğu ve pay sahipliğinin yayıldığı şirketlerde; bu imkân hem şirketten, hem de pay sahiplerinden kaynaklanan birtakım sebeplerle tam olarak mevcut değildir. Pay sahipliğinin yayıldığı tipik görünüm olan halka açık anonim şirketlerde, yatırımcı sıfatını haiz olan pay sahipleri, şirketin faaliyetlerine aktif olarak katılmaktan ziyade; bir gelir akışından kazanç elde etme beklentisi içine girmektedirler²⁵⁶. Şirket faaliyetlerine katılmayla alâkalı bu pasif duruş; bilgi sahibi olma motivasyonunu da etkilemektedir.

Bilgi alma hakkının, pay sahibinin bireysel menfaatlerine hizmet ettiği ifade edilir²⁵⁷. Nitekim bilgi alma hakkı; pay sahipliği sıfatına bağlı, vazgeçilmez ve müktesep bir hak olarak kabul edilmiştir²⁵⁸. Fakat bu hakkın kullanılması mecburi değildir; pay sahibinin bilgi alma hakkını kullanmaması da muhtemeldir. Kamuyu aydınlatma ilkesi dairesinde öngörülen düzenlemeler ise kural olarak; zorunlu açıklama yükümlülükleri öngörmektedir. Bir başka ifade ile bilgi alma hakkında bilginin muhatabı aktif bir konumda iken; kamuyu aydınlatma ilkesinde bilginin muhatapları daha ziyade pasif bir konumdadır. Kamuyu aydınlatma ilkesinde ise aktif konumda olan, açıklama yükümlüsüdür.

²⁵⁵ Arslan Kaya, Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara 2001, 21.

²⁵⁶ Frank H. Easterbrook/ Daniel R. Fischel, "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors", Virginia Law Review, Vol. 70, (1984), 675.

²⁵⁷ Hasan Pulaşlı, Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt II, Ankara 2011, § 37 N. 200; Rauf Karasu, "Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı", BATIDER 23 (2), (2005), 76.

²⁵⁸ Pulaşlı, Cilt II, § 37 N. 205-206; Karasu, 77-78.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde açıklanacak bilgilerin kapsamı, kural olarak sermaye piyasası mevzuatında belirtilmiştir. Bilgi alma hakkının anonim şirketler bakımından kapsamı ise, TTK m. 437’de düzenlenmiştir. Finansal tablolar, konsolide finansal tablolar, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, denetleme raporları ve yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisi genel kurulun toplantısından en az onbeş gün önce, şirketin merkez ve şubelerinde, pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulur. (TTK m. 437/1). Genel kurulda ise pay sahibi, yönetim kurulundan, şirketin işleri; denetçilerden, denetimin yapılma şekli ve sonuçları hakkında bilgi isteyebilir (TTK m. 437/2). Bilgi alma talebi, ancak şirket sırlarının açıklanacağı veya korunması gereken diğer şirket menfaatlerinin tehlikeye gireceği gerekçesi ile reddedilebilir (TTK m. 437/3). Bu noktada ifade edilebilir ki; bilgi alma hakkı dairesinde talep edilebilecek bilgilerin içeriğini, kural olarak pay sahibi belirler.

Açıklanan bilgilerin muhatabının kim olduğu, kamuyu aydınlatma ilkesi ile bilgi alma hakkı arasındaki temel farklılardan biridir. Bilgi alma ve inceleme hakkı bakımından bu husus; genel kurul öncesindeki inceleme hakkı ve genel kurulda bilgi talep edilmesi noktasında, iki yönlü olarak ele alınabilir. Genel kurul öncesinde ve TTK m. 437/1’deki düzenlemeye göre; tüm pay sahipleri, şirket tarafından incelemeye hazır bulundurulan belgeleri inceleyebilir. Genel kurulda ise bilgi alma hakkı, pay sahibi tarafından bizzat veya yetkili temsilcisi aracılığıyla kullanılacaktır²⁵⁹. Bu bakımdan, bu çerçevede arz edilen bilginin muhatabı; bilgi alma hakkını kullanan pay sahibidir. Bununla birlikte, bu hakkın ne şekilde karşılanacağı TTK’da düzenlenmemiş; TTK m. 437/2’nin gerekçesinde ise, talebin sözlü veya yazılı olarak karşılanabileceği ifade edilmiştir²⁶⁰. Talebin yazılı olarak karşılanması durumunda; arz edilen bilgiye sadece ilgili pay sahibi vâkıf olacak; bu pay sahibi arzu etmediği takdirde, açıklanan bilgiden diğer pay sahipleri dahi haberdar olamayabilecektir. Bilgi alma talebinin sözlü olarak karşılanmasının şekline dair herhangi bir düzenleme yoktur; fakat yönetim kurulu veya denetçilerin yapacağı sözlü açıklama, hâzırûna hitap edecektir. Velhasıl, bu esaslara göre arz edilen bilgilerin muhatapları; tüm pay sahipleri veya bu hakkı kullanan pay sahipleri olacaktır.

Açıklanacak bilgilerin kapsamı ve mahiyeti esas alındığında; bilgi alma ve inceleme hakkı ile kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde açıklanacak bilgiler, büyük

²⁵⁹ Karasu, 80; Kaya, 146.

²⁶⁰ TTK m. 437/2 gerekçesi; Kaya, 287.

ölçüde örtüşür. Türk Ticaret Kanunu'nun 437'nci maddesinin 2'nci fıkrasında; bilgi alma hakkı çerçevesinde verilecek bilginin özelliklerine dikkat çekilmiştir ve bilginin, *hesap verme ve dürüstlük ilkeleri bakımından özenli*²⁶¹ ve *gerçeğe uygun* olması gerektiği ifade edilmiştir. Bu ifadeler, aynı zamanda kamuyu aydınlatma ilkesinin düsturu mahiyetindedir. Nitekim TTK m. 437'nin gerekçesinde; bilgi alma hakkının kapsamının, kamuyu aydınlatma ilkesine göre düzenlendiği ifade edilmiştir²⁶². Kanaatimizce, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde öngörülen açıklama yükümlülükleri ve bilgi toplumu hizmetleri genişledikçe; bilgi alma ve inceleme hakkına olan ihtiyaç da, nispi olarak azalacaktır. Bilgi alma ve inceleme hakkı, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde açıklanan bilgilerle tatmin olmayan; birtakım konularda daha ayrıntılı bilgiler talep eden pay sahiplerince kullanılacaktır²⁶³.

1.2.5. Zorunlu Kamuyu Aydınlatma Anlayışına Karşı Yöneltilen Tenkitler

Kamuyu aydınlatma ilkesi, modern sermaye piyasalarında kabul görmüş ve bu ilkedен sâdır olan düzenleme ve müesseseler hayata geçirilmiştir. Bununla birlikte özellikle ABD'de, zorunlu kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik birtakım tenkitler de söz konusu olmuştur. Fakat bu tenkitlerin; kanun koyucu ve idarenin, kamuyu aydınlatma anlayışının güçlendirilmesi ve yaygınlaştırılmasına dair inanç ve kararlılığına, kuvvetli bir tesiri söz konusu olmamıştır. Kanaatimizce bu tenkitler, sistemin zaafalarını tespit etmek ve ortadan kaldırmak adına incelenmeye değerdir.

1.2.5.1. Tenkitler

Amerika Birleşik Devletleri'nde, 1933 tarihli Menkul Kıymetler ve 1934 tarihli Borsa Kanunu çerçevesinde kabul edilen zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin, sermaye piyasası ilgilileri tarafından benimsenmesi; bu tarihlerden önce yatırımcıların yaşadığı büyük kayıplar neticesinde oluşan güvensizlik nedeniyle pek zor olmamıştır. Bununla

²⁶¹ Bilgi alma hakkı kapsamında verilecek bilginin özenli olması; bilgiyi baştan savma bir şekilde değil, soruları tam olarak karşılayacak ve tatmin edici bir şekilde vermek olarak ifade edilebilir. Bkz. **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, § 37 N. 213; **Ünal Tekinalp**, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, Güncelleştirilmiş 3. Bası, İstanbul 2013, 14-77; TTK 437'nci Madde Gerekçesi.

²⁶² **TTK m. 437 Gerekçesi**: "... Bu sebeple Tasarıyla, pay sahibine çağdaş ölçülerle örtüşen ve kamuyu aydınlatma, kurumsal denetim ve dürüst hesap verme ilkelerine göre düzenlenmiş bulunan kapsamlı bir bilgi alma ve inceleme hakkı tanınmıştır..."

²⁶³ **Tuğrul Ansay**, *Anonim Şirketler Hukuku*, Beşinci Baskı, Ankara 1975, 235; **Kaya**, 22.

birlikte, kanunların yürürlüğe girmesinden hemen sonra, zorunlu kamuyu aydınlatma rejimi ile alâkalı olarak; birtakım sorunlara işaret edilmiştir²⁶⁴. Fakat asıl önemli ve ciddi eleştiri dalgası ise, 1960'lı yıllarla beraber başlamıştır.

Kamuyu aydınlatma rejimine yönelik ilk ciddi eleştirel ve muhalif fikirler; zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin işlevselliğini ölçme iddiasındaki ampirik çalışmalara dayanır. *George J. Stigler*, 1964'de yayımlanan makalesinde; zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin yürürlüğe girmesinden önceki, 1923-1928 tarihleri arasında ihraç edilen ve 2,5 milyon dolar tutardaki sermaye piyasası aracının ihraç fiyatları ile müteakip beş (5) yıl içindeki fiyat değişimini; zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin kabul edildiği tarihten sonra, 1949-1955 yılları arasında, 5 milyon doları aşan tutardaki sermaye piyasası aracının ihraç fiyatları ile müteakip beş (5) yıl içindeki fiyat değişimleri ile karşılaştırmıştır²⁶⁵. Müellif, iki dönemdeki fiyat değişim oranları arasında ciddi bir fark olmadığını ileri sürerek; rejimin menkul kıymetlerin kalitesini artırmadığını ifade etmiştir²⁶⁶. Bir diğer çalışmada ise *George J. Benston*, 1933 ve 1934 tarihli kanunlardan önce de, şirketlerin kamuyu bilgilendirmesi için yeterli teşvik ve motivasyonun olduğunu; ciddi bir açıklama ihtiyacının bulunmadığını ileri sürmüştür. Müellif ayrıca, zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin, menkul kıymet kalitesine herhangi bir kayda değer katkısının olmadığı; bilakis muhasebe ve açıklama masraflarının olumsuz etkileri üzerinde durmuştur²⁶⁷. *Ingram ve Chewing* de aynı yönde, 1933 ve 1934 tarihli kanunlarla beraber; daha iyi bir bilgi piyasası oluştuğunu kanıtlayacak herhangi bir verinin mevcut olmadığını ifade etmişlerdir²⁶⁸.

²⁶⁴ Bkz. **William O. Douglas**, "Protecting the Investor", Yale Law Review, 23 (3), (1934), 523-524.

²⁶⁵ **George J. Stigler**, "Public Regulation of the Securities Markets", The Journal of Business, 37 (2), (1964), 120.

²⁶⁶ **Stigler**, 124. Müellifin ortaya koyduğu rakamlarda birtakım temel ve hesap hataları olduğu ileri sürülmüştür. Nitekim düzeltilmiş rakamlar ele alındığında; kanunlaştırma sonrasında fiyat performansının geliştiği de ifade edilmiştir. Bkz. **Joel Seligman**, "The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System", The Journal of Corporation Law, 9 (1), (1983), 11-12.

²⁶⁷ **George J. Benston**, "The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements", The Accounting Review, 44 (3), 1969, 531. İlginç bir şekilde, müellifin görüşlerini dayandığı rakamların, iddiasının aksine zorunlu kamuyu aydınlatma rejimine olan ihtiyacı ortaya koyduğu ileri sürülmüştür. 1934 tarihli yasadın önce gönüllü kamuyu aydınlatma kapsamında, değerlendirmeye alınan şirketlerin sadece % 62'sinin satış verilerini açıklaması, *Seligman* tarafından şirketlerin kamuyu bilgilendirme konusunda isteksizliklerinin göstergesi olarak yorumlanmıştır. **Seligman**, 15.

²⁶⁸ **Robert W. Ingram/Eugene G. Chewing**, "The Effect of Financial Disclosure Regulation on Security Market Behavior", The Accounting Review Vol. 58, No. 3, 1983, 578-579.

Zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin işlevselliğine yönelik bu ampirik çalışmaların yanı sıra; teorik mahiyette birtakım eleştiriler de söz konusu olmuştur. Bu eleştirilerin önemli bir kısmı, yatırımcıların açıklanan bilgileri takip etme motivasyonları ve anlama kabiliyetleri ile alakalıdır. Buna göre, kamuya açıklanan bilgileri özümsemek için gerekli olan zaman, para ve feraset ortalama yatırımcıda bulunmamaktadır²⁶⁹. Sermaye piyasasının, niteliği gereği teknik yönü ağır basan ve çoğu zaman profesyonel bilgi ve tecrübeye ihtiyaç duyulan bir saha olduğu dikkate alınır; kamuya yapılan açıklamaların anlaşılması ve özümsemesi için, belirli bir bilgi ve tecrübe gerekecektir. Oysa sermaye piyasasında, özellikle bireysel yatırımcıların bu noktadan uzak olduğu bilinen bir gerçektir²⁷⁰. Ortalama yatırımcının, hiçbir profesyonel yardım almaksızın; izahname ve özellikle teknik ve muhasebe ayrıntıları içeren diğer kamuyu aydınlatma belgelerini, doğrudan okuyup anlaması son derece zordur. Kamuyu aydınlatma kapsamında arz edilen bilgiler, yoğun ve karışıktır; bu, hem açıklamayı yapan şirketin faaliyet yürüttüğü sektöre dair bilgilerden, hem de günbegün artan ve derinleşen muhasebe bilgilerinden kaynaklanır²⁷¹. Örneğin izahname, yatırım kararı için gerekli bilginin tamamını sunmaz; etkin bir yatırım kararı için sektörün ve sektördeki çok sayıda unsurun geleceği ve kârlılığına dair verilerin incelenmesini gerektir ki; böyle bir araştırma ve inceleme, zaman açısından da yatırımcının kapasitesini aşacaktır²⁷².

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde açıklanan bilginin, muhataplarınca gereği gibi değerlendirilerek kararlarına esas alınmaması; sadece bir kabiliyet veya kapasite sorunundan kaynaklanmaz. Yatırımcıların, kamuya açıklanan bilgileri takip etme, okuma

²⁶⁹ Douglas, 524; Usul/Bekçi/Eroğlu, 136; Homer Kripke, “The SEC, The Accountants, Some Myths, and Some Realities”, New York University Law Review, Vol. 45 (6), (1970), 1165.

²⁷⁰ Bireysel yatırımcının kamuya açıklanan bilgileri anlama ve analiz etme kabiliyetleriyle ilgili, finansal raporlar özelinde yapılan bir çalışma ilginç veriler sunmaktadır. Bireysel yatırımcılar ile gerçekleştirilen anket sonucunda, yatırımcıların yaklaşık % 50’si finansal raporların işletmeler tarafından çok teknik hazırlandığı; % 41,6’sı ise finansal raporların teknik fakat anlaşılabilir olduğu görüşündedir. Finansal raporların anlaşılma düzeyi ile ilgili olarak ise, ankete katılan bireysel yatırımcıların % 36,8’i anlaşılmasının zor, % 12,9’u ise anlaşılmasının çok zor olduğunu ifade etmiştir. Yatırımcıların finansal tabloları analiz edebilme düzeyleri ile ilgili olarak ise, % 39,4’lük bir oranın analiz kabiliyetinin düşük düzeyde, % 17’lik bir oranın ise çok düşük düzeyde olduğu tespit edilmiştir. Bkz. Hayrettin Usul/İsmail Bekçi, “Bireysel Yatırımcıları Açısından Finansal Bilgi Sisteminin Sermaye Piyasasında Etkinliğinin Analizi”, Cumhuriyet Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2 (1), (2001), 67 vd. Mezûr istatistikler göstermektedir ki, Türk sermaye piyasasındaki kamuyu aydınlatma açıklamalarının, başta bireysel yatırımcılar olmak üzere muhataplar tarafından anlaşılıp değerlendirilmeleri önemli bir sorun alanıdır. Özellikle finansal raporlar gibi teknik ve muhasebe sahasına dâhil açıklamaların anlaşılması noktasında, bireysel yatırımcılar açısından ciddi sıkıntılar olduğu aşikârdır. Konuyla ilgili Alman sermaye piyasasına ilişkin bazı istatistikî bilgiler hakkında bkz. Möllers/Temel, 30.

²⁷¹ Kripke, 1167.

²⁷² Schwarcz, 7; Kripke, 1168.

ve incelemeye dair motivasyonları da yeterince kuvvetli değildir²⁷³. Özellikle bireysel Türk yatırımcısı, kamuyu aydınlatma eksikliğini ileri sürer; fakat açıklanan bilgileri yeterince takip etmediği gibi, bunları okumak ve incelemek için yeterli zamanı da ayırmaz²⁷⁴. Bilişsel kabiliyetlerinin sınırlı olduğunu peşinen kabul eden yatırımcılar, bu bilgileri gereği gibi okuma ve incelemeyi bir vakit kaybı olarak görebilirler. Bunun yanı sıra, pay sahibinin fazla olduğu şirketlerde, pay sahiplerinin bilgi alma konusunda isteksiz davranması muhtemeldir²⁷⁵.

Zorunlu kamuyu aydınlatma rejimine yönelik bir diğer eleştiri ise, kamuyu aydınlatma yükümlüsüne yüklediği masraflardır²⁷⁶. Bilgi, yoğun bir üretim sürecinin neticesidir; bu süreçte şirketler, kamuyu aydınlatma ilkesine göre öngörülen vasıflardaki bilgi üretmek için, uzman personel istihdam etme veyahut dışarıdan hizmet alma yoluna gitmektedirler. Bunun yanı sıra, kamuyu aydınlatma maliyetleri sadece bilginin üretilmesi ve açıklanması masrafları ile sınırlı değildir. Kamuya açıklama yapan şirketler; sadece yatırımcılara değil, sektördeki rakiplerine de bilgi vermektedirler. Bu bilgilendirme sonucunda; rekabete dayalı birtakım dolaylı maliyetler söz konusu olabilir; şirket, yaptığı açıklama nedeniyle gelecek planlarını değiştirmek durumunda kalabilir²⁷⁷. Bilginin gereği gibi üretilmesi ve kamuya açıklanmasının masrafları ve açıklamanın, rakiplerin de bilgi sahibine yol açması gibi maliyetler de dikkate alındığında; alternatif maliyetin, kamuyu aydınlatma maliyetinden daha az olması hâlinde, şirketler, bilgilendirme konusunda isteksiz davranacaklardır. Hatta bu maliyetler, şirketlerin sermaye piyasası ve halka açılmayı tercih etmemesine de yol açarak; piyasanın gelişmesini de engelleyebilecektir²⁷⁸.

²⁷³ Douglas, 523-524; Kripke, 1166; Haarman, 16.

²⁷⁴ Aytaç, 10.

²⁷⁵ Doğan Kütükçü, Sermaye Piyasası Hukuku, Cilt I, Ankara 2004, 67. Çok sayıda pay sahibinin bulunduğu bir ortaklık yapısında; bilginin sağlanmasına katkısı olan ve olmayan pay sahipleri, açıklanan bilgidен eşit şekilde faydalanacaklardır. Literatürde bedavacılık sorunu (*free rider problem*) olarak adlandırılan bu hâl, pay sahiplerinde ciddi bir motivasyon kaybına yol açabilecektir. Tüm pay sahiplerinin, böyle bir isteksizlik içinde olması ihtimaline binaen, açıklama yükümlülüklerinin düzenlenmesi bir çözüm olarak öngörülmüştür. Bkz. Lowenstein, 1344; Schulte, 537.

²⁷⁶ Bkz. Cass R. Sunstein, "Informational Regulation and Informational Standing: Akins and Beyond", University of Pennsylvania Law Review, Vol. 147, (1999), 626; Möllers/Temel, 25; Orhan Çelik, 77; Manavgat, Halka Arz, 192; İhtiyar, 115. Piyasa dolandırıcılığı ve hileye karşı öngörülen cezaî müeyyidelerin ise kamuyu aydınlatma maliyetlerini azaltacağı ileri sürülmüştür. Bu görüşe göre; cezaî hükümler ile şirketlerin gerçeğe aykırı veya hileli açıklamalarda bulunulmasının önüne geçilecek, böylece iyi şirketlerin yatırımcıyı ikna etmek için fazladan bilgi üretmesine ve açıklamasına gerek kalmayacaktır. Bkz. Easterbrook/ Fischel, 677.

²⁷⁷ Easterbrook/ Fischel, 708.

²⁷⁸ Kamuyu aydınlatma maliyetlerinin Almanya'da borsadan çekilmelere yol açması hakkında bkz. Möllers/Thomas, 26.

Zorunlu kamuyu aydınlatma rejimi, klasik liberal anlayışın temel felsefesiyle uzlaşmaz. Bu görüşün hülasası şu şekildedir; kamu otoritesinin, piyasaya hukuk vasıtasıyla müdahale etmesi ve zorunlu birtakım açıklama yükümlülükleri öngörmesi, piyasanın kendisinden doğacak bir düzene yerleşmesini engeller. Kamuyu aydınlatma ve yatırımcının bilgilenmesi, serbest piyasa şartları içinde kendiliğinden gerçekleşecektir; bu nedenle zorunlu kamuyu aydınlatma düzenlemelerine ihtiyaç yoktur. Sermaye piyasasında faaliyet gösteren şirketlerin, gönüllü açıklamalarda bulunmaları için yeterli teşvik ve motivasyon mevcuttur²⁷⁹. Piyasadan finansman sağlamak isteyen şirketler, haklarındaki olumlu bilgileri derhal ve açıkça kamuya arz edecekler; olumsuz bilgileri ise paylaşmaktan imtina edeceklerdir. Bu imtina ve susma, kamuoyu tarafından olumsuz mesaj olarak algılanabilecek ve yatırımcının kanaati buna göre oluşacaktır²⁸⁰. Kaldı ki, piyasadaki fon miktarı sınırlı olması nedeniyle, fonlara talip olan şirketler arasında oluşacak rekabet; kaliteli ve yeterli bir bilgilendirmeyi de beraberinde getirecektir²⁸¹. Bu nedenle, zorunlu bir açıklama yükümlülüğüne gerek yoktur. Hatta kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün zorunluluğu, nitelikli ve kaliteli bilgilendirmeyi de engelleyecek niteliktedir. Bilginin, kanuni zorlamayla, hemen ve herkese aynı anda açıklanması; bilginin araştırılması, işlenmesi için gerekli olan motivasyon ve itici gücü de ortadan kaldırmıştır²⁸².

1.2.5.2. Tenkitler Hakkındaki Görüşlerimiz

Stigler ve *Benston* tarafından ileri sürülen görüşlerin odak noktası; zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin sermaye piyasasına herhangi bir olumlu katkısının olmadığı yönündedir. Bununla birlikte bu çalışmalarda, zorunlu açıklama rejiminin menkul kıymet kalitesine veya sermaye piyasasının etkinliğine, olumsuz bir etkisinden bahsedilmemiştir. Keza *Stigler* tarafından yapılan eleştirel tespitleri ele alan *Gregg A. Jarrell*, *Stigler* ile benzer ampirik sonuçlara ulaşmıştır; fakat ulaştığı bu sonuçlara rağmen müellif, zorunlu kamuyu rejiminin daha iyi bir bilgilendirme ortamı sağladığını; riskli şirketlerin piyasaya girişlerinde birtakım tereddütlere yol açtığını ve bunları sermaye piyasası dışına

²⁷⁹ **Roberta Romano**, “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”, The Yale Law Journal, Vol. 107 (1998), 2373.

²⁸⁰ **Manavgat**, *Halka Arz*, 191.

²⁸¹ **William H. Beaver**, Financial Reporting: An Accounting Revolution, 1981, 13.

²⁸² **Manavgat**, *Halka Arz*, 193.

yöneltiğini ifade etmiştir²⁸³. Bu ampirik ve istatistiksel verilerin geçerliliği ve ortaya koyduğu ileri sürülen sonuçlar bir yana; zorunlu kamuyu aydınlatma rejimine yönelik teorik eleştirilerin ayrıca ele alınması gerekir. Bu eleştiriler, yukarıda da arz edildiği gibi; yatırımcıların, kamuya açıklanan bilgileri anlamaması veya üzerinde durmaması ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin masraflı ve meşakkatli olduğu hususları üzerinde yoğunlaşır.

Yatırımcıların, kararlarının daha sağlıklı bir şekilde verebilmeleri adına; bilgilendirme yükümlülüklerinin her daim geliştirilmesi gerektiği kabul edilmiş ve piyasa düzenleyicileri bu yönde çalışmalar yapmışlardır. Bununla birlikte, bilginin faydalı ve işlevsel olması, sadece bilgiyi arz edenlerle alâkalı bir mesele değildir; bilginin muhataplarının da, bilgiyi anlayacak, özümseyecek ve kararlarına dayanacak yapacak kabiliyet ve ferasette olması gerekir. Bireysel yatırımcıların, bu noktada yeterli bilgi, eğitim yahut tecrübeye sahip olmadığı; özellikle Türk yatırımcılar açısından bilinen bir vakıadır. Kamuyu aydınlatma düzenlemeleri, bilgiye erişme konusunda ciddi bir kolaylık sağlamıştır; fakat bu kolaylık, hiçbir zaman için bilginin nasıl ve ne şekilde yorumlanacağını bilmek manasına gelmeyecektir²⁸⁴. Bir başka ifade ile sorun, bilgilendirmenin ne şekilde ve hangi esaslar çerçevesinde açıklanması gerektiğinden ibaret değildir. Bu bakımdan, yatırımcıların bilgi ve ferasetini geliştirmeye yönelik uygulamalar; idare, öz düzenleyici kuruluşlar ve sivil toplum kuruluşları tarafından hayata geçirilmelidir.

Zorunlu kamuyu aydınlatma rejimine yönelik bir diğer eleştiri; yatırımcıların sağlıklı bir şekilde karar verebilmesi için gerekli ve yeterli olan bilgilerin, serbest piyasa şartları içinde aleniyet kazanacağı veya temin edilebileceği; buna bağlı olarak, sağlıklı bir

²⁸³ **Gregg A. Jarrell**, “*The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues*”, *The Journal of Law and Economics* 24 (3), (1981), 648. Zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamalarına ilişkin bu ve benzeri araştırmaların, ampirik bir kesinlik arz ettiği ifade edilemese de; zorunlu kamuyu aydınlatmanın fiyat istikrarı açısından anlamlı olabileceğine işaret eder. Bkz. **Merritt B. Fox**, “*Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*”, *Virginia Law Review*, 85 (7), (1999), 1370 vd. ve 1380.

²⁸⁴ **Laura S. Unger**, “*Rethinking Disclosure in the Information Age: Can There Be Too Much of a Good Thing?*”, Remarks by Commissioner Laura S. Unger, U.S. Securities & Exchange Commission, June 26, (2000).

<https://www.sec.gov/news/speech/spch387.htm> (Erişim Tarihi: 20.09.2017). Benzer şekilde bilgilendirmenin ötesine odaklanmak gerektiği hakkında bkz. **Parades**, 446; **Jonathan R. Macey**, “*A Pox on Both Your Houses: Enron, Sarbanes-Oxley and the Debate Concerning the Relative Efficacy of Mandatory Versus Enabling Rules*”, *Washington University Law Review*, 81 (2), (2003), 331. **Macey**, ABD’deki en ciddi finansal skandallardan olan Enron skandalında, açıklama yükümlülüklerinin yerine getirilmesindeki ziyade, açıklamaların yorumlanması ve içerden öğrenenlerin davranışlarını analiz edememekten kaynaklanan bir sıkıntının söz konusu olduğunu ifade etmiştir. Bkz. **Macey**, 331-332.

bilgilendirme için kanuni zorlamaya gerek olmadığı ve hatta bunun kaliteli bilgiyi engellediği noktasındadır. Bu noktada öncelikle şunu tespit etmek gerekir; bu liberal görüş, kamuyu aydınlatmanın zorunlu olmasına karşı çıkar; bunun dışında, yatırımcı ve diğer muhatapların bilgilendirilmesi gereğine bir muhalefet içermez.

Kanaatimizce, şirketlerin açıklamada bulunma konusunda gönüllü olacağı ve gerekli bilgilerin piyasa şartları içinde kendiliğinden sağlanacağı görüşü; Türk sermaye piyasası için katî surette geçerli değildir. Türk sermaye piyasası, piyasanın kendiliğinden dengeye geleceği bir tam rekabet piyasası olarak değerlendirilemez. Türkiye’de halka arz oranı sınırlıdır; bu bakımdan, ihraççılar arasında yoğun bir rekabet söz konusu değildir. Kaldı ki, bireysel yatırımcıların tasarrufları, kendileri için büyük olsa da; şirketler ve piyasa açısından büyük meblağlar değildir. Dolayısıyla, kamuya açıklama yapma hususu şirketlerin inisiyatifine bırakıldığı takdirde; bir açıklama yapılacak olsa dahi bunda, bireysel yatırımcıyı tatmin etme kaygısının olmayacağı öngörülebilir.

Kamuyu aydınlatmanın zorunlu olmadığı bir sistem; kanaatimizce kamuya açıklama yapmamayı ya da üstünkörü açıklamalarda bulunmayı, genelgeçer bir kabul hâline getirebilir. Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin masraflarından ve rakiplerinin kendisi hakkında bilgi sahibi olmasının stratejik maliyetinden kaçınmak isteyen şirketler çoğunlukta olursa; nasıl bir piyasa söz konusu olacaktır? Bu noktada oluşabilecek manzara, kamuyu aydınlatma ilkesine riayet eden sınırlı sayıda kurumsal şirketin yanında; kamuyu aydınlatma uygulamalarını hayata geçirmeyen çok sayıda şirketin yer aldığı; dedikodu mahiyetindeki bilgilerle işleyen ve manipülasyona açık bir sermaye piyasası olacaktır. Nitekim etkin piyasalar kuramına göre; kusursuz işleyen bir piyasa yapısının gerçekleşmeyeceğine dair tecrübeler de bu yöndedir²⁸⁵. Gerçekten de, piyasanın kendi hâline bırakıldığında mâkûl bir dengeye oturduğu görülmüş değildir; hele ki sermaye piyasası gibi, paydaşlar arasında iktisadî güç, tecrübe ve uzmanlık bakımından belirgin ve büyük bir asimetrinin bulunduğu bir piyasada, kanaatimizce bu yönde bir beklenti tamamen karşılıksız kalacaktır.

Zorunlu ve tafsilatlı bir kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün; bilginin üretilmesi ve açıklanması bakımından, nitelikli ve uzman personel istihdam etmeyi gerektireceği; özellikle muhasebe, hukuk ve finans gibi sahalarda dışarıdan hizmet alınmasının söz

²⁸⁵ **Manavgat**, *Halka Arz*, 193.

konusu olacağı ifade edilmişti. Bu bağlamda gereği gibi ve mevzuata uygun bir açıklamanın, maliyetli olacağı bir gerçektir. Özellikle küçük ölçekli şirketler açısından, aydınlatma konusu işlem ve sermaye piyasası aracı başına düşen kamuyu aydınlatma maliyetinin, büyük ölçekli şirketlere nazaran daha fazla olduğu²⁸⁶ düşünülecek olursa; bu masrafların açıklama yükümlülerine bir malî yük teşkil ettiği ifade edilebilir.

Kamuyu aydınlatma kapsamında bilgi üretim ve açıklama maliyetleriyle alâkalı olarak serdedilen bir görüş; zorunlu kamuyu aydınlatma kurallarının uygulanması hâlinde; bunların uygulanmasının sevk ve idare masrafları ile yatırımcıların uğrayacağı zararlardaki azalmanın karşılaştırılmasını öngörür²⁸⁷. Kamuyu aydınlatma kurallarına uymanın açıklama yükümlüsü bakımından maliyeti; yatırımcı nezdinde sermaye piyasasının sağladığı faydadan fazla olduğu vakit, zorunlu aydınlatma rejiminin tartışılması söz konusu olacaktır.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün getirdiği maliyetlerle alâkalı olarak, meseleye salt iktisadî bir zaviyeden bakmak; sermaye piyasasında yaşanabilecek muhtemel krizlerin toplumsal ve siyasi neticelerinin göz ardı edilmesine yol açabilir. Herhangi bir aydınlatma yükümlülüğünün söz konusu olmadığı ve yatırımcıların kayda değer bir bilgi sahibi olmadan; tasarruflarını Hastaş ve bankerlere aktarmasının yaşattığı yıkım hâlen hafızalardadır. Bununla birlikte ortalama Türk yatırımcısının bilgi ve tecrübe seviyesi dikkate alındığında; açıklama yükümlülüğünün söz konusu olmadığı serbest piyasadan bilgi süzmesini beklemek gerçekçi olmayacaktır. Türk yatırımcısı genel olarak, uğradığı zararı devlete yüklemek eğilimindedir; kaldı ki, herhangi bir açıklama yükümlülüğü öngörülmemesi hâlinde uğranılacak zararların, toplumsal barışı dahi sarsması ihtimal dâhilindedir. Hülasa, kamuyu aydınlatma kurallarının, bunlara uymakla yükümlü olanlara getireceği iktisadî maliyet; kuralsız bir piyasanın yol açacağı siyasî, sosyal ve iktisadî maliyetlere tercih edilmelidir.

Zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün öngörülmediği bir sermaye piyasasının ortaya çıkaracağı iktisadî, sosyal ve siyasî maliyetler olmasa; ya da bir başka ifade ile kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün maliyeti, açıklama yapmamanın maliyetlerinde çok daha fazla olsa dahi, yatırımcının bilgi sahibi olma hakkını güvence

²⁸⁶ Easterbrook/Fischel, 671.

²⁸⁷ Easterbrook/Fischel, 693.

altına almak gerekir. Kanaatimizce bu hak, yatırımcılar bakımından müktesep hak niteliğindedir. Yatırımcıların bilgi sahibi olma hakkının, kamu otoritesi tarafından tanınması ve güvence altına alınması, hakkaniyete uygun olmalıdır.

Zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin, en önemli işlevlerinden biri; bilgilendirmeyi birtakım asgarî şartlara ve standartlara bağlamasıdır. Yapılacak açıklamaların zamanı ve şekli, büyük ölçüde kanun ve ikincil düzenlemelerde belirtilmiştir²⁸⁸. Bu standartlar, hem kamuyu aydınlatma yükümlüsü; hem de kamuyu aydınlatma ilkesinin muhataplarına önemli faydalar sağlar. Öncelikle, açıklama standartlarının, kamuyu aydınlatmanın maliyetleri üzerinde azaltıcı bir tesiri olduğu ifade edilmelidir. Bilginin üretim ve açıklanma sürecinin standart bir prosedüre sahip olması; bu süreçte vazifeli unsurların pratik kabiliyetlerini ve uzmanlıklarını geliştirecek; buna bağlı olarak zaman kaybı, hata ve eksiklikleri en aza indirecektir. Keza benzer bir etki, yatırımcılar ve bilginin diğer muhatapları için de geçerlidir. Bilginin belirli standartlar çerçevesinde arz edilmesi neticesinde; açıklamaların anlaşılması ve algılanması konusunda, yatırımcıların pratik kabiliyetleri gelişecektir. Bunun gibi, geliştirilen algılama ve analiz modelleri ile profesyoneller de; açıklamanın muhataplarına verdikleri hizmetlerde üst düzey bir kaliteyi yakalayabileceklerdir.

Zorunlu açıklama yükümlülüğünün belirli standartlara bağlanmış olmasının, sermaye piyasasına giriş safhasında da kendini gösterecek birtakım müspet etkileri vardır. Standartlar, özellikle yeni ihraççıların sağlayacakları bilginin mahiyeti ve kalitesi konusunda bir taahhüt niteliğindedir. Bu taahhüt, yatırımcılara güven telkin eder. Keza, açıklama yükümlülüğüne belirli standartlar getirilmesi ile piyasada kavram ve terim birliği sağlanır²⁸⁹. Bunun yanı sıra, açık ve merkezî kurallar, küçük ve nispeten daha az kurumsal şirketleri ve yabancı şirketleri cesaretlendirerek; bunların piyasaya girişlerini teşvik eder²⁹⁰. Nasıl bir açıklama yükümlülüğü karşısında kalacaklarını ve muhtemel sorumluluklarının sınırlarını öngörebilen şirketler; bu bağlamda piyasalara girme konusunda daha istekli davranırlar.

Zorunlu açıklama yükümlülüğü, piyasayı bozucu ve yatırımcıyı aldatıcı mahiyetteki davranışları da sınırlar. Açıklama yükümlülüğüne dair sınırlayıcı düzenlemelerin söz

²⁸⁸ **Rock**, 686; **Easterbrook/ Fischel**, 680.

²⁸⁹ **Manavgat**, *Halka Arz*, 196.

²⁹⁰ **Schulte**, 539; **Seligman**, 52.

konusu olmaması durumunda; şirketlerin, yatırımcıları kendine çekmek adına, ışıltılı dergilerde ve televizyon kanallarında, güzel mankenleri yahut abartılı reklamları kullanmasının ne şekilde engelleneceği de önemli bir mesele olacaktır²⁹¹. Açıklama standartları ile sermaye piyasası araçlarını alıp satmayı, alelade mal ve hizmetlerin ticaretinden ayırmak mümkün olacaktır; böylece, piyasada gayriciddi ve aldatıcı işlem yapanların yoğunlaşması ve ferasetten yoksun alıcıların kendilerini zarar sokacak işlemler içine girmeleri, bir nebze olsa da önlenilebilecektir.

Açıklama yükümlülüğü kapsamında üretilen bilgiden sadece açıklamanın muhatapları değil, bizzat açıklama yükümlüleri de faydalanacaktır. Şirketlerin, açıklama yükümlülüğünü karşılamak için, belli standartlarda ve resmi olarak ürettikleri bilgiler; şirket bünyesinde saklanarak, her zaman için başvurulabilecek bir bilgi havuzu oluşturacaktır²⁹². Bu bilgilerin derli toplu ve birtakım esaslar çerçevesinde üretilmesi; kurumsal bir hafızanın oluşmasını sağlar. Anonim şirketler, “anonim” olma niteliklerinden mütevellit, sahiplenilmesi mümkün birer malvarlığı değildir; adeta kendi başına yaşayan bir organizma niteliğindedir. Bu nedenle, yönetici veya hâlihazırdaki pay sahiplerinden bağımsız bir hafıza oluşturmak; anonim şirketin felsefesine uygun olacaktır.

Zorunlu kamuyu aydınlatma rejimine yönelik tenkitlerin genel karakteri, zorunlu kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik köktenci bir karşı çıkıştan ziyade; ilkenin uygulanması noktasındaki aksaklıklara dikkat çekmeye matuftur. Bu eleştiriler, ilkenin gerekli olmadığını ileri sürmez; fakat ilkenin öngörülen işlevlerinin, birtakım nedenlerle gereği gibi yerine getirilemediğini vurgular. Mesela, yatırımcıların izahnameyi okuma ve inceleme hususunda gösterdiği isteksizlik veya basiretsizlik; zorunlu açıklama yükümlülüğüne yönelik bir eleştiri olarak zikredilmiştir. Bu noktada, zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin ilgası gibi bir çözüm, kanaatimizce kabul edilebilir değildir. Açıklama yükümlülüğü ilga edildiği vakit; kamuyu aydınlatma açıklamalarını okumayan veya anlayamayan yatırımcıların durumlarında, nasıl bir iyileşme olacaktır sorusuna, tatmin edici bir cevap verilebilmiş değildir.

Esasında zorunlu kamuyu aydınlatma rejimine yönelik eleştirilerin ekseriyeti; yapılan açıklamaların okunmadığı, anlaşılmadığı, yatırımcıların feraset sahibi olmadığı

²⁹¹ Easterbrook/ Fischel, 680.

²⁹² Fahrettin Özdemirci, “Bir Disiplin Olarak Belge Yönetimi”, Kütüphaneciliğin Destanı Uluslararası Sempozyumu, Ankara 21-24 Ekim 2004, 193.

gibi tespit ve teşhislerdir. Bunun gibi açıklama yükümlülüğünün maliyetli oluşu ya da gönüllü açıklamaların çok daha işlevsel oluşu da, dolaylı birer teşhis niteliğindedir. Bu teşhislerle beraber müellifler genelde bir tedavi öngörmezler; fakat bu eleştiriler hesaba katılarak, daha iyi bir bilgilendirme ortamı ve buna bağlı olarak yatırımcıların daha sağlıklı kararlar vermesini sağlayacak düzenlemelerin yürürlüğe girmesi söz konusu olabilecektir²⁹³. Nitekim 2019 yılında tamamen yürürlüğe girecek olan (EU) 2017/1129 sayılı Yönetmelikle; nispeten daha küçük şirketlerin sermaye piyasasına girmesini sağlamak noktasında, kolaylaştırılmış izahname türleri ihdas edilmiştir. Halka arz uygulamasının çok sınırlı olduğu ülkemizde de; söz konusu AB düzenlemelerinin takip edilerek, halka arzın kolaylaştırılması mümkündür.

Kanaatimizce, zorunlu kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik bazı görüşler; zorunlu kamuyu aydınlatma rejimini kuvvetlendirecek ve sağlamlaştıracak dolaylı birtakım teklifler olmaktan öteye gidememişlerdir. Bu noktada şunu da eklemek gerekir; kamuyu aydınlatma ilkesi belki de hiçbir zaman mükemmel bir pratik arz etmeyecektir; fakat mühim olan, rejimin zaaflarının en aza indirilmesidir²⁹⁴.

1.2.6. Kamuyu Aydınlatma Belgeleri

Türk hukukunda, kamuyu aydınlatma belgesi kavramı ilk kez, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda zikredilmiştir; fakat kavramın herhangi bir tanımı yapılmamıştır. Buna mukabil kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğunun düzenlendiği SerPK m. 32/1'de; izahname, pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu, özel durum açıklaması, birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerinden bahsedilmiştir. Düzenlemede, kamuyu aydınlatma belgeleri tahdîdî olarak sayılmamıştır; Kurul tarafından, başkaca kamuyu aydınlatma belgelerinin ihdas edilmesi her daim mümkündür.

Kamuyu aydınlatma belgesi kavramının mahiyeti kavramak için; *belge* mefhumunu ele almakta fayda vardır. Belgenin basılı kâğıt özelliği, yakın ve güncel faydası itibariyle

²⁹³ Steven M. Davidoff/Claire A. Hill, "Limits of Disclosure", Seattle University Law Review, 36 (2), (2013), 627.

²⁹⁴ Meier-Schatz, 221.

ön plana çıkar; fakat zaman içinde kavramın kapsamı, basılı kâğıtların ötesine geçmiştir. Bugün için belge, bilgiyi saklamayı ve tekrar kullanmayı sağlayan; nesnelere de dâhil olduğu tüm fiziksel ve sembolik işaretleri kapsamaktadır²⁹⁵. Nitekim arkeolojik bulgular, heykeller ve hayvanların; birer belge niteliği taşıdığı dahi ileri sürülmüştür²⁹⁶. Belgenin belirleyici özelliği olarak, fizikî olmasından bahsedilmişse de; dijital ortamların gelişmesiyle bu fiziksellik boyutunun da, yeniden değerlendirilmesi kaçınılmaz hâle gelmiştir

Hukuk literatüründe ise, *belge (varaka)* ile alâkalı tanım veya açıklamalar; söz konusu belgenin işlevlerine göre şekillenmiştir. Kavram, ceza hukukunda evrakta sahtecilik suçları bağlamında ele alınmış; belgenin muhakkak surette yazılı olması gerektiği ifade edilmiştir²⁹⁷. Yazılı olma, esasında TCK m. 2’de ifadesini bulan; kanun tarafından açıkça suç sayılmayan bir fiilin müeyyide konusu olmayacağı manasına gelen, kanunîlik ilkesi ve onun bir yansıması olan belirlilik ilkesinden kaynaklanır. Bu esastan olmak üzere, evrakta sahtecilik suçunun tipikliği ve belirliliğini sağlamak adına; belge kavramının sınırlarının açık ve kesin bir şekilde çizilmesi gerekmiştir. Bunun yanı sıra ceza hukukçularına göre, belgenin kim tarafından düzenlendiğinin de belli olması gerekir²⁹⁸.

Belge kavramına ilişkin en açık tanım ise, 6100 Sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu’ nun 199’uncu maddesine yapılmıştır. Buna göre, *uyuşmazlık konusu vakıaları ispata elverişli yazılı veya basılı metin, senet, çizim, plan, kroki, fotoğraf, film, görüntü veya ses kaydı gibi veriler ile elektronik ortamdaki veriler ve bunlara benzer bilgi taşıyıcıları* belge olarak kabul edilmiştir. Medeni muhakeme hukuku çerçevesinde yapılan bu tanımda ise, belgenin bir bilgi taşıyıcısı olması ve uyuşmazlık konusu vakıaları ispata elverişli olmasından bahsedilmiştir. Bu bağlamda, belgenin delil ve ispat işlevi, medeni muhakeme hukukunun amacı ve konusu itibarıyla ön plana çıkmıştır.

²⁹⁵ **Michael K. Buckland**, “What is a ‘Document’?”, Journal of the American Society of Information Science, 48 (9), (1997), 805-806.

²⁹⁶ **Buckland**, 809.

²⁹⁷ **Sahir Erman**, “Evrakta Sahtekârlık Suçlarında ‘Varaka’ Meşhuru”, İstanbul Ü. Hukuk Fakültesi Mecmuası, 15 (1), (1949), 169; **Doğan Soyaslan**, Ceza Hukuku Özel Hükümler, Gözden Geçirilmiş 5. Baskı, Ankara 2005, 409.

²⁹⁸ **Soyaslan**, 410; **Erman**, 174.

Kamuyu aydınlatma belgelerini tanımlarken ve kapsamını belirlerken, bunların ne gibi işlevleri olduğunu ele almak yerinde olacaktır. Kamuyu aydınlatma belgelerinin işlevi, alâkalı oldukları ihraççı, işlem veya vakıa ile ilgili bilgileri muhataplarına ulaştırmaktır. Bu açıdan kamuyu aydınlatma belgeleri, birer bilgi taşıyıcısıdır. Bilgi taşıyıcısı aynı zamanda, bilgiyi muhafaza etme, dağıtma ve tekrar kullanılabilir hâle getirme işlevini de üstlenir. Bunun yanı sıra, sorumluluğun şumulü ve ispatı da; kamuyu aydınlatma belgelerindeki açıklamalara göre tespit edilecektir. Kamuyu aydınlatma belgesi ile deliller; saklanabilir, dağıtılabılır ve tekrar kullanılabilir hâle getirilir²⁹⁹.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10 ve 32'nci maddelerindeki düzenlemelere göre; kamuyu aydınlatma belgeleri birer sorumluluk kaynağıdır. Fakat kanaatimiz odur ki, kamuyu aydınlatma belgelerinin asıl ehemmiyeti, sorumluluğa yol açan açıklama yükümlülüğünün ihlâlini ispata yarayan belgeler olmasından ileri gelir.

Kara, kamuyu aydınlatma belgelerini; “İçeriğinde bulunması gereken asgari bilgilere, hazırlanma şekline, kamuya duyurulmasına ve yayımlanmasına ilişkin usul ve esasları Kurul tarafından belirlenen, yatırımcıların tam, zamanında ve doğru bir şekilde bilgilendirilmesi amacıyla kamuyu aydınlatmak ile yükümlü olanlar tarafından hazırlanan belgeler” olarak tanımlamıştır³⁰⁰. Müellifin tanımı, SerPK m. 32'deki lafza uygundur. Şöyle ki, SerPK m. 32 çerçevesinde bir sorumluluğun söz konusu olabilmesi için; kamuyu aydınlatma belgesinin içeriğinde bulunması gereken asgari bilgilere, hazırlanma şekline, kamuya duyurulmasına ve yayımlanmasına ilişkin usul ve esasların Kurul tarafından belirlenmesi gereklidir.

Kanaatimizce bu noktada, Kanun'un lafzına sıkı sıkıya bağlı kalmak; Kanun'un amacı ve sermaye piyasası hukukunun ilkeleri ile örtüşmeyen bazı neticelere yol açabilir. 6362 sayılı SerPK'nın amaçlarından biri, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir (SerPK m. 1). Kanunda bu şekilde ifade edilen *yatırımcının korunması* kavramı, sermaye piyasası hukukunun temel ilkelerinden biridir; bu bakımdan, kamuyu aydınlatma belgesi kavramının sınırlarını da, yatırımcının korunması ilkesini dikkate alarak tespit etmek yerinde olacaktır.

²⁹⁹ Özdemirci, 193.

³⁰⁰ Mustafa Sencer Kara, “Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk”, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt 23, Sayı 2, Yıl 2015, s. 139.

Kamuyu aydınlatma belgeleri, Kurul tarafından belirlenen belgelerle sınırlanırsa; bazı açıklamaların SerPK m. 32'nin kapsamı dışında kalması kaçınılmaz olacaktır. Örneğin, son derece ayrıntılı, içinde sübjektif değerlendirmeler ve tanıtım açıklamalarının da yer aldığı bir gazete ilanı; bu bağlamda kamuyu aydınlatma belgelerinden sayılamayacak mıdır? Benzer şekilde, bir radyo kanalında yayınlanan sesli bir açıklama metni, kamuyu aydınlatma belgesi olarak kabul edilecek midir? Kanaatimizce, açıklama yükümlülüğü kapsamında kamuoyuna arz edilmesi gereken esaslı bilgileri içeren tüm belgelerin; SerPK m. 32 bağlamında kamuyu aydınlatma belgesi olarak kabul edilmesi gerekir. Bu, hem Kanun'un amacına ve ruhuna, hem de yatırımcının korunması ilkesine uygun bir yorum olacaktır.

Tüm bu açıklamalar kapsamında, kamuyu aydınlatma belgesinin bilgi taşıyıcısı ve bir ispat vasıtası niteliğini ortaya koyacak bir tanım yapmak, isabetli olacaktır. Bu esastan olmak üzere; kamuyu aydınlatma belgesini şu şekilde tanımlamak mümkündür: Doğrudan veya dolaylı bir şekilde kamuyu aydınlatma yükümlüsünden sâdır olan ve kamuya arz edilen; açıklama konusu ihraççı, sermaye piyasası aracı, işlem, vaka veya vakıa hakkındaki esaslı bilgileri içeren, yazılı, görsel ve işitsel her türlü bilgi taşıyıcısıdır.

1.3. Bir Kamuyu Aydınlatma Belgesi Olarak İzahname

İzahname, sermaye piyasası araçlarının halka arzlarında ve borsada işlem görme başvurularında yayımlanması öngörülen kamuyu aydınlatma belgesidir. Kamuyu aydınlatma belgesi vasfı Kanun'da ifade edilen izahname (SerPK m. 3/1-j ve 32/1); kamuyu aydınlatma esaslarına aykırılık iddiaları bakımından da, bir ispat vasıtası mahiyetindedir.

1.3.1. Kanunî Tanım

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3'üncü maddesinin 1'inci fıkrasının (j) bendinde izahname, *“ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri*

içeren kamuyu aydınlatma belgesi” olarak ifade edilmiştir³⁰¹. Kanun’da yapılan tanım, izahnamenin temel esaslarını tespit etmektedir; bununla birlikte izahnameye dair ayrıntılı hususlar, SerPK m. 5 uyarınca, Kurulca ihdas edilecek ikincil düzenlemelere bırakılmıştır. Kurul tarafından ihdas edilen II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği’nde³⁰²; izahnamenin hazırlanmasının esasları, izahnamede bir bilgiye yer vermemenin şartları, yapılacak atıflar, açıklanacak finansal tablolar ve izahnamenin birden fazla belgeden teşekkül etmesi gibi hususlar ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Bunun yanı sıra Kurul’un resmi internet sitesinde; izahnamenin hazırlanmasına dair format ve kullanım kılavuzları da yayımlanmıştır³⁰³. Kurul, bu format ve kullanım kılavuzları ile, hazırlanacak ve yayımlanacak izahnameler için, bir yeknesaklık sağlama iradesini bir bakıma ortaya koymuştur; şeklî anlamda yoruma açık bir husus bırakmamaya çalışmıştır.

Kanun’da yapılan tanım, sermaye piyasası düzenlemelerinin genel sistem ve felsefesi ile birlikte ele alındığında; izahnamenin sınırlarının son derece katî bir şekilde çizildiği açıktır.

1.3.2. İzahname Hazırlama Yükümlülüğü

Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi ve borsada işlem görebilmesi için, bir izahname hazırlanması ve bu izahnamenin Kurulca onaylanması gerekir (SerPK m. 4/1).

1.3.2.1. İzahnamenin Konusu: Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 4’üncü maddesinin 1’inci fıkrasındaki düzenlemeye göre; izahnamenin konusunu *sermaye piyasası araçları* teşkil eder. Sermaye piyasası araçları dışındaki herhangi bir senet, belge yahut sözleşme hakkında izahname düzenlenmesi söz konusu değildir. Sermaye piyasası araçları genel olarak, bir ticarî faaliyetin finanse edilmesi için özel sektöre ve kamuya verilmiş bir imkân olarak ifade

³⁰¹ Sermaye Piyasası Kanunu’nda verilen bu tanım, 2003/71/EC tarih ve sayılı İzahname Yönergesi’nin 5’inci maddesinden iktibas edilmiştir.

³⁰² RG: 22.6.2013 tarihli 28685.

³⁰³ Bkz. <http://spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/0/12> (Erişim: 21.11.2017).

edilebilir³⁰⁴. Fakat bu sade tarif, meseleye bir girizgâh olarak telakki edilebilir; kanunî tanım ve öğretilerdeki tartışmalar, kavramı daha teferruatlı şekilde ele almayı kaçınılmaz kılmaktadır.

1.1.1.1.1. 1.3.2.1.1. Tanım ve Kapsam

Sermaye piyasası araçları, SerPK m. 3/1-ş hükmündeki düzenlemeye göre; *menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları* olarak tanımlanmıştır³⁰⁵. Kanunî tanımda, sermaye piyasası araçlarının nelerden müteşekkil olduğu, tahdîdî olarak sayılmıştır. Menkul kıymetler, türev araçlar, yatırım sözleşmeleri ve Kurulca sermaye piyasası aracı olduğu tespit edilenler bu kapsamdadır. Aynı maddenin (o) bendinde menkul kıymetler; (u) bendinde ise türev araçlar, yine sayma yolu ile açıklanmıştır. Bununla birlikte yatırım sözleşmeleri, ne Kanun'da, ne de ikincil düzenlemelerde tanımlanmıştır. Keza diğer sermaye piyasası araçları da tanımlanmamıştır, fakat bunların sermaye piyasası aracı niteliği Kurul tarafından tespit edileceğinden; bunlara ilişkin açıklamalar hâliyle ikincil düzenlemelerde yer almaktadır.

Bir belge yahut sözleşmenin, sermaye piyasası aracı olarak kabulü, birtakım önemli neticeleri tevhit eder. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 2'nci maddesinin 1'inci fıkrasında yer alan düzenlemeye göre; *sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, ihraççılar, halka arz edenler, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları, borsalar ile sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü diğer teşkilatlanmış piyasalar, piyasa işleticileri, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği, merkezî takas kuruluşları, merkezî saklama kuruluşları, Merkezî Kayıt Kuruluşu ve Sermaye Piyasası Kurulu* SerPK hükümlerine tâbidir³⁰⁶. Düzenlemeye göre, sermaye piyasası araçları SerPK hükümlerine tâbi kılınmıştır; bir başka ifade ile bunların ihracı, ihraççıları, işlem gördükleri piyasalar, bunlarla ilgili işlemlerin Kanun ve tebliğlere uygunluğu, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, idari, cezai ve hukukî sorumluluk hâlleri ile kuralların ihlâli hâlinde söz konusu olacak müeyyideler hakkında SerPK hükümleri

³⁰⁴ **Giuliano G. Castellano**, "Towards a General Framework for a Common Definition of Securities: Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts", *Uniform Law Review*, 17 (3), (2012), 462.

³⁰⁵ 2499 sayılı Kanun'da da sermaye piyasası araçları, "*menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları*" olarak tanımlanmış ve tasnif edilmişti (m. 3-b).

³⁰⁶ Buna mukabil, halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları, SerPK kapsamı dışındadır (SerPK m. 2/1).

uygulama alanı bulacaktır. Bu nedenle, sermaye piyasası aracı kavramının kapsamı ve sınırlarının tespit edilmesi önemlidir. Menkul kıymetler ile türev araçların sermaye piyasası aracı niteliği açıktır; mesele, Kurul'un yeni sermaye piyasası aracı ihdas etme yetkisi ile Mahkemelerin bazı belge ve sözleşmeleri sermaye piyasası aracı olarak kabul edip etmeme tercihi noktasındadır.

Türk hukukunda *sermaye piyasası aracı* olarak ifade edilen kavram; ABD hukukunda *security* kelimesi ile karşlanır³⁰⁷. Amerika Birleşik Devletleri hukukunda, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu m. 2 (a) (1)'de şu şekilde tanımlanmıştır: “*Her türlü borç senetleri, hisse senetleri, hazine bonoları, menkul kıymet vadeli işlemleri ve swap işlemleri, tahvil, borçlanma araçları, borç belgeleyen vesikalar, menfaat veya kâr paylaşım sözleşmelerine katılım belgeleri, teminatlı sertifikaları, kuruluş öncesi katılım sertifikaları veya belgeleri, hâmiline yazılı paylar, yatırım sözleşmeleri, oy sözleşmesi sertifikaları, banka veya bankerlerin mevduat karşılığında bir menkul kıymet vereceklerine dair sertifikalar, petrol, doğalgaz ve diğer madenler üzerindeki haklar, bir menkul kıymeti belli süre içerisinde önceden tespit olunmuş bedel ile satın alma ve satma hakkı veren anlaşmalar, genelde menkul kıymet olarak bilinen evrak ve menfaatler, menkul kıymet borsasına iştirak izni veren imtiyazlar, geçici sertifikalar, makbuzlar, garanti sertifikaları menkul kıymettir*”. 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsa Kanunu m. 3 (a) (10)'da yapılan tanımda ise; borç senetleri, ödeme emirleri ve poliçeler sermaye piyasası aracı kapsamı dışında tutulmaktadır³⁰⁸. Bir diğer kanunî düzenlemede ise sermaye piyasası araçları; “*ihraççının bir yükümlülüğünü veya bir mülkiyet veya teşebbüs içindeki payı, iştiraki veya diğer menfaatleri temsil ve tevsik eden, nama veya hâmiline yazılı olarak ihraç edilen, borsada veya sermaye piyasasında bir yatırım aracı olarak işlem gören senetler*” olarak tarif edilmiştir [Uniform Commercial Code (UCC) Art. 8-102].

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda, 1933 ve 1934 tarihli kanunlar ile oluşturulan sistemde; sermaye piyasası araçlarının neler olduğunun tespitinde

³⁰⁷ Her ne kadar motamot yapılacak bir tercüme, sermaye piyasası aracını, *capital market instrument; security* kelimesini de menkul kıymet olarak kabul etmeyi gerektirse de; kavramların iktisadî ve hukukî unsurları, nazarî tartışmalar ve öğretinin yerleşik algısı ile kanun koyucunun iradesi, *security* sözcüğünün *sermaye piyasası aracı* olarak tercümesini zorunlu kılmaktadır. Nitekim Türk hukukunda türev araçlar, menkul kıymetler ile beraber sermaye piyasası araçlarının bir alt kümesini teşkil ederken; ABD hukukunda türev araçlar (*derivatives*) securities kavramının kapsamına dâhildir. Biz bu çalışmada, *security* sözcüğünü, yaptığımız tartışmanın mahiyetine göre sermaye piyasası aracı veya menkul kıymet şeklinde tercüme edeceğiz.

³⁰⁸ **Oğuz Kürşat Ünal**, Menkul Kıymetler, Ankara 1988, 10.

mahkemelere son derece geniş bir takdir yetkisi tanınmaktadır. Aşağıda ayrıntılı olarak incelenecek olan ve SerPK’da herhangi bir tanımı yapılmamış olan *yatırım sözleşmeleri*; 1933 tarihli Kanun m. 2 (a)(1)’de geçen “*genelde menkul kıymet olarak bilinen evrak ve menfaatler*” ifadesinden sâdır olmuş ve ABD yargısının takdir yetkisini kullanmasında, âdeta bir anahtar kavram olmuştur³⁰⁹. Bununla birlikte ABD yargısının takdir yetkisinin, genişletici olduğu kadar daraltıcı bir mahiyeti de vardır; bir başka ifade ile menkul kıymet olarak zikredilen bir sözleşme ya da evrakı, kapsam dışına çıkarmaları da mümkündür. Kavramların tanımlarının yer aldığı, 1933 tarihli Kanun’un 2’nci ve 1934 tarihli Kanun’un 3’üncü maddesinin başındaki; “*şartlar aksini gerektirmedikçe (unless the context otherwise requires)*” ifadesi; bu kapsamda ele alınmış ve daraltıcı bir yoruma mesnet olarak telakki edilmiştir. *United Housing Foundation, Inc. v. Forman* [421 U.S. 837 (1975)] kararında, her ne kadar hisse senedi olarak anılsa da; kamu destekli bir konut kooperatifinin kiracılık hakkı ile bağlantılı olan, oy ve kâr payı alma hakkı vermeyen ve devredilemeyen hisselerinin birer, menkul kıymet olarak kabul edilemeyeceği ifade edilmiştir³¹⁰.

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda, sermaye piyasası araçları arasında zikredilen *yatırım sözleşmesi (investment contract)* kavramıyla alâkalı bazı kararlar, sermaye piyasası araçlarının kapsamının tespiti noktasında son derece önemlidir³¹¹. Bu kararlardan birinde, günümüzde de kullanılan ve sermaye piyasası aracı niteliğinin tespiti hususunda birtakım kıstaslar ortaya koyan *Howey metodu* geliştirilmiştir³¹². Howey testi, bir kimsenin parasını, ortak bir teşebbüse yatırmak suretiyle; önemli ölçüde³¹³

³⁰⁹ **Michael P. Malloy**, “*The Definition of Security: Marine Bank v. Weaver*”, 24 (4), (1983), 1060.

³¹⁰ **Thomas Lee Hazen**, *Federal Securities Law*, 3rd Edition, 2011, 13.

³¹¹ Yatırım sözleşmeleri (*investment contracts*), ABD hukukunda sermaye piyasası araçlarının tanım ve kapsamının şekillenmesi noktasında önemli bir tartışma ve inceleme konusu olmuşken; Türk hukukunda henüz kavramla ilgili birkaç istisna dışında ayrıntılı bir bakış açısı henüz geliştirilmemiştir. Sermaye Piyasası Kanunu’nda bir sermaye piyasası aracı türü olarak düzenlenen yatırım sözleşmelerine dair daha ayrıntılı açıklamalara aşağıda Birinci Kısım 1.3.2.1.2.2. başlıkta yer verilmiştir.

³¹² *SEC v. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Ayrıntılı inceleme için bkz. **Veliye Yanlı**, “*Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları*”, *BATİDER*, 32 (3), (2016), 14 vd.; **Ünal**, *Menkul Kıymetler*, 34 vd.; **Joseph Jude Norton**, “*United States Securities Laws: A Transnational Perspective*”, *Anglo-American Law Review*, 7 (2), (1978), 86 vd.

³¹³ ABD Temyiz Mahkemesi 1973 tarihli bir kararında; kazanç beklentisinin “*büyük ölçüde*” müteşebbisin veya üçüncü kişilerin faaliyetlerinden kaynaklanması gerektiğini vurgulamıştır. Karara konu olan olayda, katılımcılara kademeli olarak; içinde eğitim setleri, seminerler ve bu programları kısmen ve ilerleyen aşamalarda tamamen satış yetkisi sağlayan paket programlar satılmaktadır. Bu çerçevede programa katılanlar, şirketin talimatları ve aldıkları eğitim çerçevesinde satış yapmak ve yeni katılımcılar kazandırmak için çaba göstermektedirler. Howey kararında belirlenen; “*kazancın <sadece> müteşebbisin ve üçüncü kimsenin faaliyetinden kaynaklanması*” kıstası, bu kararla yumuşatılarak; alıcının bir miktar emek ve çaba göstermesinin satılan bu plan ve programların sermaye piyasası aracı niteliğindeki birer yatırım sözleşmesi olarak telakki edilmesini engellemeyeceği ifade edilmiştir [*SEC v. Glenn W. Turner Enter., Inc.*, 474 F.2d

müteşebbisin veya üçüncü bir kişinin faaliyetlerinden kaynaklanan bir kazanç beklentisi içine girdiği sözleşme, işlem ve projeleri (plan, program, şema vs.) yatırım sözleşmesi; dolayısıyla sermaye piyasası aracı olarak kabul etmektedir. *Howey* ve sonrasında verilen birçok kararda; bir sözleşme, evrak ya da programın sermaye piyasası aracı olarak kabulü için, bir borsada işlem görmesi yahut genel bir çağrı ile çok sayıda kişiye arz edilmesi gibi bir kıstastan bahsedilmemiştir³¹⁴. Bununla birlikte *Marine Bank v. Weaver* kararında; taraflarca karşılıklı müzakere edilmiş ve kendine özgü unsurlar barındıran; kamuya açık olarak tanzim edilmemiş sözleşme veya projelerin birer sermaye piyasası aracı niteliğinde olmadığı belirtilmiştir³¹⁵. Keza *Reves v. Ernst & Young*³¹⁶ kararında, Kanun'un senet ya da bono (*note*) ibaresini sermaye piyasası araçları arasında zikretmesine rağmen, her tür senedi bu kapsamda kabul etmenin mümkün olmadığı; bu senetlerin, geniş bir halk kitlesine sunulmaması ve ikincil piyasada işlem görmesinin beklenmemesi nedeniyle, sermaye piyasası aracı olarak kabul edilemeyecekleri ifade edilmiştir.

Türk hukuku bakımından, sermaye piyasası aracı kavramının ABD hukukunda olduğu gibi içtihat ağırlıklı olarak geliştiğini ifade etmek, şu an için mümkün değildir. Fakat Sermaye Piyasası Kanunu'nun lafzı ve ruhundan anlaşıldığı kadarıyla; sermaye piyasası araçlarının Kanun'da sayılanlar ile sınırlı olmadığını kabul etmek gerekir. Kanaatimizce, Türk kanun koyucusu da, ABD'de olduğu gibi, kavramın idrakine ilişkin esnek bir anlayışı benimsemiş; hem yargı, hem de idareye takdir yetkisi tanıyan bir düzenleme öngörmüştür. 6362 sayılı Kanun yürürlüğe girmeden önce konu etraflıca tartışılmıştır³¹⁷; fakat 6362 sayılı Kanun'da sevk edilen bazı hükümlerle birlikte, sermaye

476 (9th Cir.), cert. denied, 414 U.S. 821 (1973)]. Kararı mefhum-u muhalifinden istihraç suretiyle tefsir etmek gerekirse; kazanç sağlama faaliyetinde müteşebbisin ve üçüncü kimsenin önemli ölçüde ağırlığı yoksa; bir başka ifadeyle yatırımcı yoğun ve etkin bir şekilde kazanç sağlama faaliyetine katılıyorsa; bir sermaye piyasası aracından söz edilemeyecektir.

Kazanç beklentisinin önemli ölçüde bir başkasından kaynaklanması, somut olaya göre farklı değerlendirmeler sonucu tespit edilmiştir. *Robinson v. Glynn* [349 F.3d 166 (2003)] kararında; kazanç sağlayıcı faaliyeti yürüten şirkete iki yönetim kurulu üyesi tayin etme hakkı ve önemli bir kontrole sahip olmanın "bir başkasının faaliyeti" olmadığına karar verilmiştir. *SEC v. Merchant Capital, LLC* [483 F.3d 747 (2007)] kararında ise; sınırlı sorumlu ortak sıfatının bir yatırım sözleşmesine ve dolayısıyla sermaye piyasası aracının varlığına işaret olduğu kabul edilmiştir.

³¹⁴ Yanlı, *Yatırım Sözleşmeleri*, 18 ve dn. 21.

³¹⁵ *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551 (1982). Kararda yine özellikle bankacılık düzenlemelerinin uygulama alanı bulacağı ve yatırımın hükümet güvencesi altında olması nedeniyle yatırımcının korunması esasına göre hareket etmeye gerek olmadığı ifade edilmiştir. Kararla ilgili ayrıntılı bir değerlendirme ve eleştiri için bkz. **Gary P. Bunch**, "Marine Bank v. Weaver: What Is a Security?", *Mercer Law Review*, 34 (3), (1983), 1017-1043.

³¹⁶ *Reves v. Ernst & Young*, 494 ABD 56 (1990).

³¹⁷ Tartışmalar için bkz. Birinci Kısım 1.3.2.1.2.2. numaralı başlık.

piyasası araçlarının tahdidî olarak sayılmadığını ifade etmek mümkündür. Bu hususa işaret eden en bâriz ibare, sermaye piyasası araçlarının tanımına ilişkin, SerPK m. 3/1-ş’de geçen “*Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları*” ibaresidir. Bu hüküm, SerPK m. 128/1-e’de, Kurul’un görevleri arasında zikredilen; *sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ve araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek ve bunları denetlemek* ile birlikte düşünüldüğünde; Kurul’un, Kanun’da sayılanlar dışında, sermaye piyasası araçları ihdas etme yetkisinin olduğu anlaşılmaktadır. Bunun gibi, Kanun’da sermaye piyasası araçları arasında zikredilen ve aşağıda ayrıntılı şekilde incelenecek olan yatırım sözleşmeleri³¹⁸ ve menkul kıymetlerin³¹⁹ tahdidî olarak değil de; örnek kâbilinden sayıldığı şeklinde anlaşılması gereken SerPK m. 3/1-o hükmünde geçen “*menkul kıymetleştirilmiş*” ve “*pay benzer menkul kıymetler*” ibaresi³²⁰ de, sermaye piyasası araçlarının tahdidî olarak sayılmadığına dair diğer kanunî emarelerdir. Türk kanun koyucusunun da benimsediği bu esnek düzenleme tarzının, Kanun’da açıkça zikredilmeyen evrak veya sözleşmelerin, hakkaniyet ve başta yatırımcının korunması ilkesi gereğince sermaye piyasası düzenlemelerine tâbi olmasını sağlamak amacına istinat ettiği kanaatindeyiz³²¹. Fakat şu hususa dikkat etmek gerekir ki, Türk hukukunda mahkemenin ve idarenin takdir yetkisi, sermaye piyasası aracı kavramının kapsamını genişletmekle sınırlıdır; ABD hukukunda olduğu gibi kanunda sayılan bir sermaye piyasası aracının, sermaye piyasası aracı olmadığına dair daraltıcı bir yorum yapılması mümkün değildir.

1.3.2.1.2. Sermaye Piyasası Araçlarının Türleri

Menkul Kıymetler

Menkul kıymetler, SerPK m. 3/1-ş hükmünde düzenlenen; bir ortaklık veya alacak hakkını temsil eden senet veya değerlerdir. Uygulamada çok sık kullanılan menkul kıymet terimi, SerPK’da tanımlanmış olmakla beraber; uzun zamandır süregelen nazarı tartışmaların hâlen devam ettiğini ifade etmek mümkündür. Bu bapta, süregelen bu

³¹⁸ Bkz. Birinci Kısım 1.3.2.1.2.2. numaralı başlık.

³¹⁹ Bkz. Birinci Kısım 1.3.2.3.3.1. numaralı başlık.

³²⁰ **Hüseyin Ülgen/Mehmet Helvacı (Abuzer Kendigelen/Arslan Kaya)**, Kıymetli Evrak Hukuku, 10. Bası, İstanbul 2015, N. 85.

³²¹ Benzer bir yorum için bkz. **Castellano**, 457-458.

tartışmalara kısaca değinmek ve daha ziyade menkul kıymet türleri hakkında bilgi vermek gâyesini taşımaktayız.

Tanım

Menkul kıymetler, 6362 sayılı Kanun'da, tıpkı sermaye piyasası araçları gibi, sayma metoduyla açıklanmıştır (SerPK m. 3/1-o). Buna göre menkul kıymet kavramı, çek, bono ve poliçe hariç olmak üzere; paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları ile borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını ifade eder. Hükümde geçen "*pay benzeri menkul kıymetler*" ve "*menkul kıymetleştirilmiş*" ibareleri, kanaatimizce menkul kıymetlerin Kanun'da sayılanlarla sınırlı olmadığını göstermektedir³²². Örneğin katılma intifa senetleri SerPK'da zikredilmemesine rağmen; VII-128.1 no'lu Pay Tebliği m. 4/1-k'da düzenlenmiş ve pay benzeri bir menkul kıymet olduğu açıkça ifade edilmiştir. Keza menkul kıymetleştirilmiş ifadesi de; menkul kıymetleştirme faaliyetinin, Kurul tarafından yerine getirilebileceği yönünde bir kanaati desteklemektedir. Bununla birlikte, menkul kıymetler için de bunların sınırlı bir şekilde sayılıp sayılmadığının; Kurul'un yeni menkul kıymetler ihdas edip edemeyeceğinin pratik bir önemi yoktur. Şöyle ki, SerPK kapsamı ve uygulanacak hükümler bakımından, menkul kıymetler ile bunların dışındaki diğer sermaye piyasası araçları arasında Kanun nazarında bir fark yoktur; mevcut farklar (örneğin türev araçlar için izahname yükümlülüğünün söz konusu olmaması gibi) Kurul tarafından çıkarılan tebliğlerden kaynaklanmaktadır. Bu bakımdan, düzenlenen yeni bir finansal enstrüman menkul kıymet olsa da, olmasa da; SerPK hükümlerine tâbi olacak ve her iki hâlde de Kurul tarafından ayrıksı bir idarî düzenleme yapılarak, bunlara dair hak ve yükümlülükler ile kapsamlarına dair farklı düzenlemeler öngörülebilecektir.

Menkul kıymetlerin birer kıymetli evrak niteliğini haiz olup olmadığı ve yazılı olmak zorunda olup olmadığı meseleleri, öğretilerde tartışılan hususlar olmuştur. Menkul kıymetlerin yazılı olmasının gerekip gerekmediği noktasında; ABD hukuku çerçevesinde

³²² Kurul'un kanunda belirtilenler dışında başkaca menkul kıymetler ihdas edip edemeyeceği hususunda 6362 sayılı Kanun'dan önce farklı görüşler serdedilmişti. Kurul'un menkul kıymet ihdas edebileceği yönünde bkz. **Turanboy**, *Banka*, 33; **Senem Mutlu Uşaklı**, *Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri*, İstanbul 2010, 37. Karşı yönde bkz. **Tolga Ayoğlu**, *Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri*, İstanbul 2008, 34.

böyle bir şartın olmadığı ifade edilebilir. 1933 tarihli Kanun'da yapılan tanımda geçen, *menkul kıymet olarak bilinen evrak ve menfaatler* ibaresi ile *yatırım sözleşmeleri* dikkate alındığında, menkul kıymetlerin yazılı olmak zorunda olmadığı sonucu çıkmaktadır. Evrak kavramının yanında, bir de menfaat kavramına yer verilmesi; evrak niteliği olmayan, bir başka ifade ile yazılı olmayan bazı menkul kıymetlerin söz konusu olabileceğine delalettir. Nitekim ABD hukuku, sözlü menfaat anlaşmalarına cevaz vermektedir ve bunlar kural olarak muteberdir³²³. Keza yatırım sözleşmeleri (*investment contracts*) ile ilgili de, bunların muhakkak surette yazılı şekilde akdedilmesi gerektiğine dair bir kaide bulunmamaktadır. Her ne kadar UCC Art. 8-102'de, menkul kıymetlerin senet niteliğini haiz olduğu ifade edilmişse de; aynı madde çerçevesinde sertifikalı (*certificated*) ve sertifikasız (*uncertificated*) menkul kıymet tanımlarının yapılmış olması; senetsiz yani yazılı olmayan menkul kıymetlerin de söz konusu olabileceği anlamına gelmektedir. Bununla birlikte kanunî tariflerde; senet, belge, sertifika ve makbuz gibi ibareler geçmekte ise bunların yazılı olması gerektiği açıktır³²⁴.

Türk hukukunda menkul kıymetlerin yazılı olmasının gerekip gerekmediğinden ziyade; bunların kıymetli evrak niteliği tartışma konusu olmuştur. 2499 sayılı eski SerPK m. 3-b hükmünün ilk hâlinde; menkul kıymetlerle alâkalı olarak bunların kıymetli evrak niteliğinden bahsedilmemiş; *ortaklık ve alacaklılık hakkı sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden; hisse senetleri, tahviller ve hazine bonoları gibi* menkul kıymetler ifadeleri kullanılmıştır. Kanunî tarifte yer almamasına rağmen; Kurul tarafından çıkarılan Seri: V, No: 1 sayılı Tebliğ'in 2'nci maddesi ile menkul kıymetlerin, birer kıymetli evrak niteliğinde olduğu ifade edilmiştir. Bu dönemde menkul kıymetlerin bu niteliği öğretilmiş ve her menkul kıymetin birer kıymetli evrak olduğu yönündeki görüş; kavramı gereğinden fazla daraltacağı gerekçesiyle eleştirilmiştir³²⁵. 2499 sayılı SerPK'da, 1992'de yapılan değişiklikle menkul kıymetler *ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evrak* olarak

³²³ Ünal, *Menkul Kıymetler*, 12.

³²⁴ Ünal, *Menkul Kıymetler*, 11. Alman hukukunda da, sermaye piyasası araçlarının dair yazılı olma şartı söz konusu değildir. Alman Menkul Kıymetlerin Ticareti Kanunu'nun (Wertpapierhandelsgesetz) 2'nci maddesinde, menkul kıymetlerin bir senet veya belgeyle temsil edilmesinin zorunlu olmadığı ve bunların devredilebilme özelliği ifade edildikten sonra, bunlar örnek kabilinden sayılmıştır.

³²⁵ Bkz. Ünal, *Menkul Kıymetler*, 55; Ömer Teoman, Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri, İstanbul 1978, 171. Bununla birlikte Türk öğretisinde 6362 sayılı Kanun'dan önceki hâkim görüş, menkul kıymetlerin birer kıymetli evrak olduğu yönündedir. Bu görüşler için bkz. Ünal, *Menkul Kıymetler*, 52-53.

tanımlanmıştır. Bu bağlamda kanun koyucu, menkul kıymetlerin birer kıymetli evrak olduğunu hükme bağlamıştır.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda ise menkul kıymetlerin birer kıymetli evrak olduklarına dair herhangi bir ifade bulunmamaktadır; hâliyle, 1992 yılında mer'î hukuk bakımından ara verilen tartışma, yeniden zemin kazanmıştır. 6362 sayılı Kanun'da menkul kıymetlerin kıymetli evrak özelliğinden bahsedilmemesine rağmen; bunların birer kıymetli evrak olduğuna dair görüşler, doğrudan veya 2499 sayılı Kanun'da yapılan menkul kıymet tanımının hâlen geçerli olduğunu belirtmek suretiyle savunulmaktadır³²⁶.

Son yıllarda *varakasız kıymetli evrak* veya *kıymet hakları* kavramının geliştirilmesi, özellikle borsa ve sermaye piyasasında menkul kıymetlerin muhafaza ve tedavül kolaylığı sağlanması adına yazılılık şartının ve ibraz mecburiyetinin kalkması; bir başka ifade ile senede mündemiç hakkın, senetten ayrılmasını beraberinde getirmiştir. *Kıymet hakkı* veya *varakasız kıymetli evrak*³²⁷ olarak ifade edilen bu *senetsizleşme*; SerPK m. 13/1'de yer alan ve sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracının esas olduğuna dair düzenleme karşısında, kanunî ve zorunlu bir pratik kazanmıştır³²⁸. Bu bakımdan, menkul kıymetlerin yazılılık vasfını haiz olmadığı sonucuna varmak kanaatimizce mümkündür. Yazılı veya basılı bir evrakta temsil edilmeyen menkul kıymetler, TTK m. 645'de yer alan, senedin içerdiği hakkın senette mündemiç olması şartını sağlamış ise; varakasız kıymetli evrak olarak kabul edileceklerdir³²⁹.

Varakasız kıymetli evrak mefhumu, ontolojik olarak klasik kıymetli evrak kuramıyla karşı karşıyadır³³⁰. Bir başka ifade ile kıymetli evrakın, kıymetli evrak niteliği tartışmaya açık hâle gelmişken; menkul kıymetlerin kıymetli evrak olmak zorunda

³²⁶ **Ali Bozer/Celal Göle**, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 3. Bası, Ankara 2013, 333-334; **Burak Adıgüzel**, "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı", *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 3 (1), (2017), 3; **Memiş/Turan**, 56.

³²⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Ünal Tekinalp**, "*Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru*", *BATİDER*, 14 (3), (1988); **Asuman Turanboy**, *Varakasız Kıymetli Evrak*, Ankara 1998.

³²⁸ Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13'üncü maddesinin 1'inci fıkrasında; sermaye piyasası araçlarının, dolayısıyla menkul kıymetlerin elektronik ortamda kayden ihracının esas olduğu ifade edilmiştir. Bunların, ister nama ister hâmiline yazılı olsun; kaydıleştirilmiş bu sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde, MKK'ya bildirim tarihleri esas alınır ve bunlara ilişkin tedbir, haciz ve benzeri her türlü idarî ve adlî talepler münhasıran MKK'nın üyeleri tarafından yerine getirilir. Bu bakımdan, menkul kıymetlerin artık fizikî dolaşımının sona erdiğini ifade etmek gerekir.

³²⁹ **Ülgen/Helvacı (Kendigelen/Kaya)**, n. 87.

³³⁰ Nitekim Poroy/Tekinalp tarafından aktarıldığına göre; Arthur-Meier-Hayoz tarafından, varakasız kıymetli evraka dair emekli olurken verilen veda dersinin başlığı "*kıymetli evraka veda*" idi. **Reha Poroy/Ünal Tekinalp**, *Kıymetli Evrak Hukuku Esasları*, Gözden Geçirilmiş 19. Bası, İstanbul 2010, n. 40 ve dn. 41.

olduğunda dair peşin bir kabule katılamamaktayız. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3/1-o 3/1-o hükmü ile verilen yetki çerçevesinde Kurul, *pay benzeri menkul kıymetler ve menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları* niteliğini haiz menkul kıymetler ihdas edilebilecektir. Kurul, bu yetkisini kullanırken herhangi bir kayıtla sınırlandırılmış değildir, hâliyle kıymetli evrak niteliğini haiz olmayan menkul kıymetler de ihdas edebilecektir.

Sermaye piyasası araçlarının kaydıleştirilmesine ilişkin düzenlemeler; kıymetli evraka dair devir, zıya ve iptal, ibraz, ciro gibi müesseselerin menkul kıymetler bakımından fiilen uygulama alanı bulamayacağını gösterir niteliktedir. Şüphesiz ki, kıymetli evrak vasfını haiz bir menkul kıymet, kural olarak yine TTK'daki kıymetli evrak hükümlerine tâbidir; ancak pratikte, bu hükümlerin uygulanmasına ihtiyaç bulunmamaktadır³³¹. Bu netice bir bakıma, kıymetli evrak hukuku ile sermaye piyasası hukukunun farklı veçhelerinden kaynaklanmıştır. Her iki saha da hem amaç, hem de tarihi gelişim süreci bakımından finansman, tedavül ve muhafaza meselelerine çözüm getirmektedir. Fakat günümüz iktisadında sermaye piyasası, yatırımı esas alan makroekonomik bir iktisadi bakışı esas almakta; hız, güvenlik ve kolaylık arayışı günden güne daha belirgin hâle gelmektedir. Bu noktada, klasik, köklü, yerleşik ve daha ziyade ferdî nitelikteki özel borç ilişkilerini düzenleyen kıymetli evrak hukuku ile dinamik ve son derece hızla gelişen sermaye piyasası hukukunu bağdaştırma çabalarının, eskisi kadar anlamlı olmadığı kanaatindeyiz.

Yukarıdaki değinilen tartışmaların akabinde; menkul kıymet kavramının unsurlarına ve tanımına, bu faslın hâtimesi kâbilinden yer vermek yerinde olacaktır. Tanımda, yukarıda arz etmeye çalıştığımız gerekçeler dairesinde; kıymetli evrak vasfına atıf yapmayacağımızı hatırlatmakta yarar görüyoruz. Bunun dışında, 2499 sayılı Kanun'da yapılan tanımda yer alan mislî olma ve seri hâlinde çıkarılma özelliklerinin, geçerli olduğu kanaatindeyiz. Mislî olma, piyasada aynı vasıfları haiz başkaca değerlerin de işlem görmesi anlamındadır. Seri hâlinde çıkarılma ise, menkul kıymetlerin aynı hukukî³³², zihnî ve iktisadî bağlantının sonucu olması hasebiyledir; bir sıralama ya da kronolojik veya periyodik bir intizam manasında değildir. Menkul kıymetlerin yatırım aracı niteliğiyle

³³¹ Nitekim öğretilerde Ünal, menkul kıymetlerin muhakkak surette bir kıymetli evrak olarak kabulünü; menkul kıymetlere dair hak ve yükümlülüklerin, bunların zıya ve iptaline dair kendine özgü hükümlerinin olmamasına dayandırmıştır. Bkz. Ünal, *Sermaye Piyasası*, 40.

³³² Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 15.

alakalı olarak ise; ABD hukukunda uygulanan *Howey testinin*, Türk hukuku bakımından da uygulama alanı bulabileceği kanaatindeyiz. Bu noktada, bir evrak veya sözleşmeden beklenen kazancın, önemli ölçüde bir başkasının ticarî faaliyetlerine bağlı bir beklenti niteliğinde olması hâlinde bir yatırımdan bahsedilebilecektir. Menkul kıymetlerin dönemsel gelir getirmesi ise, birden fazla dönemin var olması gerektiği şeklinde anlaşılmaya müsaittir. Oysaki bazı borçlanma araçları, sadece vade sonunda ve bir defa için gelir getirecektir; dolayısıyla sadece tek bir dönemden bahsedilebilecektir. Farklı yorumlanmaya açık bu ifadenin menkul kıymet tanımında belirleyici olmaması gerektiği kanaatindeyiz³³³. Nihayetinde, menkul kıymetlerin bir tanımı yapılacak olursa; bunları sahibine ortaklık, alacaklılık veya benzer bir hakkı bahşeden, seri hâlde çıkarılan, yatırım aracı olarak tedavül kabiliyetini haiz evrak, sözleşme veya değerler olarak tanımlamak mümkündür.

Menkul Kıymet Türleri

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3'üncü maddesinin 1'inci fıkrasının (o) bendinde menkul kıymetler, örnek kâbilinden sayılmıştır.

Pay (Hisse) Senetleri ve Pay Benzeri Menkul Kıymetler

Anonim şirketlerin sermayesi paylardan müteşekkildir; bir başka ifade ile pay sahiplerinin sermaye taahhütleri ve yaptıkları ödemelerin toplamı, anonim şirketin sermayesini oluşturur. Bu teşekkülün felsefesi, şahıslardan bağımsız bir ortaklık mevkii olan pay kavramına istinat eder³³⁴. Anonim şirket pay sahibinin tüm hak ve yükümlülükleri, bu pay üzerinden şekillenir. Bu yönüyle, anonim şirketin merkez kavramı olarak ifade edilebilecek olan paylar; *pay (hisse) senetlerinde* tecessüm eder³³⁵. Bununla birlikte pay senedi çıkarılması, payın varlığı ve pay sahipliği sıfatının doğması için şart değildir; bir başka ifade ile pay senetleri, ihdasî (kurucu) nitelikte birer kıymetli evrak

³³³ Menkul kıymetlerin dönemsel gelir getirme niteliğini haiz olması gerektiği kabulüne dair benzer bir eleştirisi için bkz. **Ünal**, *Sermaye Piyasası*, 39.

³³⁴ **Oğuz İmregün**, *Anonim Ortaklıklar*, Yenilenmiş 4. Bası, İstanbul 1989, 273.

³³⁵ **Halil Arslanlı**, “*Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliği*”, İstanbul Ü. Hukuk Fakültesi Mecmuası, 23 (3-4), (1958), 272; **Ünal**, *Menkul Kıymetler*, 59; **İmregün**, 274

değildir³³⁶. Bu bakımdan pay senetleri, pay sahipliği sıfatına ve ortaklık ilişkisine müstenit; izharî (açıklayıcı) ve illî (sebebe bağlı) birer kıymetli evrak olarak tanımlanabilir³³⁷.

Pay senetleri, sahibine geniş yetkiler bahşeden; pay sahipliği sıfatını, temsil ve tevsik eden menkul kıymetlerdir. Kâr ve tasfiye payı gibi malî hakların yanı sıra; oy ve bilgi alma hakkı gibi şahsî haklar da, pay senetlerinde temsil edilir. Bu geniş yetkileri haiz olmanın bir bedeli olarak, pay senedi sahibi borçlanma araçları sahiplerine nazaran şirket ile daha sıkı bir iktisadî kader birliği içindedir. Şirket faaliyetlerinin iktisadî başarısı ile doğrudan alâkalı olan pay senedi yatırımcısının; şirketin kâr elde edemediği dönemlerde kâr payı alamaması ve sahip olduğu pay senedinin değerinin azalması kuvvetle muhtemeldir.

Pay senetleri, uygulama alanı en yaygın olan menkul kıymetlerdendir. Bunda, biraz da pay senetlerinin işleyiş ve mantığının, diğer sermaye piyasası araçlarına nazaran daha basit ve anlaşılır olması da etkilidir. Nitekim pay mevkiini ve pay sahipliği sıfatını temsil ve tevsik eden pay senetleri, şirketler hukuku teorisinin klasik ve yerleşik bir müessesesi olan *ortaklık* kavramının bir tezahürüdür. Bu bakımdan pay senetleri, yeni ve aşına olunmayan bir statü veya hak konsepti öngörmemiş; hâlihazırda bilinen bir kavrama tedavül ve muhafaza kolaylığı getiren bir form kazandırmıştır. Sermaye piyasası hukuku mevzuatında, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket paylarının pay senedine bağlanması ve bunların sermaye piyasasında işlem görmesi hususunda bir yasak yoktur; fakat böyle bir pay senedinin sermaye piyasasında işlem görmesi vâki değildir. Limited şirket pay senetleri bakımından ise, özellikle payların devir usulü dikkate alındığında; bunların bir menkul kıymet olarak kabulü mümkün değildir³³⁸. Nitekim limited şirket paylarının, kayden devri de söz konusu olamayacaktır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda ve VII-128.1 sayılı Pay Tebliğinde; pay senetleri dışında düzenlenen bir diğer menkul kıymet türü ise, pay benzeri menkul kıymetlerdir.

³³⁶ Arslanlı, *Pay Sahipliği*, 279.

³³⁷ Mertol Can, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 2. Bası, Ankara 2012, 14-16; Ülgen/Helvacı (Kendigelen/Kaya), N. 62 ve 77; Bozer/Göle, 21.

³³⁸ Limited şirket pay senetlerinin bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilemeyeceği, Türk Ticaret Kanunu bağlamındaki diğer bazı limited şirket düzenlemelerinin de tabî bir sonucudur. Limited şirket ortaklık sıfatına bağlı olarak; ortağın bağlılık veya sır saklama yükümlülüğünün bulunması (TTK m. 613), esas sözleşme ile ortaklara ek ödeme (TTK m. 603/1), yan edim (TTK m. 606) veya rekabet yasağına uyma yükümlülüğü getirilebilmesi, bunların sermaye piyasası aracı olarak işlem görmesi düşüncesine aykırılık teşkil eder.

Bunlar, sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetleri ifade eder (VII-128.1 m. 4/1-r). Pay benzeri menkul kıymetlerin; sahibine, pay senetlerinin tanıdığı hakların tamamını değil ve fakat bir kısmını tanıyan sermaye piyasası araçları olduğu ifade edilebilir. Kavram, SerPK m. 128/1-e hükmü bağlamında Kurul'a verilen yeni menkul kıymetler ihdas edebilme yetkisinin de bir yansımasıdır³³⁹.

VII-128.1 no'lu Tebliğ m. 4/1-k'da, *katılma intifa senetleri* açıkça pay benzeri menkul kıymetlerden biri olarak zikredilmiştir: “*Ortaklıklar tarafından nakit karşılığı satılmak üzere ihraç edilen, net kardan pay alma, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya halka açık olmayan ortaklık tarafından yeni çıkarılacak payları alma hakkı tanıyan pay benzeri menkul kıymetleri, ifade eder*”³⁴⁰. Tebliğ hükmü ile aynı yönde, TTK m. 503 hükmünde de intifa senetlerine bağlı malî haklar; net kâra, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya yeni çıkarılacak payları alma hakları olarak sayılmıştır. Hem VII-128.1 no'lu Tebliğ m. 4/1-k, hem de TTK m. 503 beraber düşünüldüğü vakit; katılma intifa senetlerinde bu üç hakkın temsil ve tevsik edilebileceği sınırlı şekilde saymak suretiyle ifade edilmiştir³⁴¹. Katılma intifa senedi sahibine verilen haklar talikî şarta bağlıdır; kullanılması şartın gerçekleşmesi ile mümkün olacaktır³⁴². Örneğin tasfiye sonucunda kalan tutara katılma hakkı bahşeden bir katılma intifa senedinin temsil ettiği hakkın teslimi, ancak tasfiyenin gerçekleşmesi ile söz konusu olacaktır.

Borçlanma Araçları

Borçlanma araçları, ihraççı ile yatırımcı arasındaki bir borç ilişkisini tevsik ve temsil eden menkul kıymetlerdir. Bunlarla tevsik ve temsil edilen hukukî ilişki, konusu para olan

³³⁹ Pay benzeri menkul kıymet kavramı, AB yönergelerine uyum çabaları kapsamında 2004/39/EC sayılı Piyasalar ve Mali Araçlar Yönergesinden (MiFID) Art. 4/18'den alınmıştır.

³⁴⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Oğuz Kürşat Ünal**, “*Katılma İntifa Senetleri (KİS)*”, BATİDER, 19 (3), (1998), 81 vd.

³⁴¹ **İmregün**, 376; **Hayri Domaniç**, Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi II, İstanbul 1988, 1063. Bu sınırlı sayma, VII-128.1 no'lu Tebliğ çerçevesinde ihdas edilen katılma intifa senetlerine ilişkindir. Yoksa SerPK m. 128/1-e'de verilen yeni menkul kıymet ihdas etme yetkisi çerçevesinde; şirketin sağladığı imkânlardan faydalanma, pay senedi ile değiştirme, tartışmalı da olsa belirli bir bedelin ödenmesini talep hakkı içeren intifa senetlerinin düzenlenmesi mümkündür. Bkz. **Teoman**, 42 vd. Kâr ve tasfiye payına katılma ile yeni payları satın alma hakkı veren ve ismen VII-128.1 no'lu Tebliğ'de düzenlenen katılma intifa senedi (KİS) dışındaki intifa senetleri, katılma intifa senetleri (KİS) kapsamında değerlendirilemez.

³⁴² **Halil Arslanlı**, *Anonim Şirketler I*, 150; **Ünal**, *Menkul Kıymetler*, 127.

bir karz akdinin teorik temellerine istinat eder³⁴³. İhraççı, borçlu sıfatını haiz olup, kaynak arayışı içindedir; yatırımcı ise ihraççıya borç vermek suretiyle kazanç elde etmek ister. Borçlanma araçları ile yatırımcının ihraççıdan olan alacak hakkı, sermaye piyasasında tedavül kabiliyeti kazanır.

Borçlanma araçları VII-128.8 no'lu Tebliğ'in 3/1-c hükmüne göre; *ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, paya dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, kıymetli maden bonolarını ve bu Tebliğin 34 üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçları* şeklinde ifade edilmiştir.

Tahviller

Borçlanma araçları denince, akla ilk olarak tahviller gelir. Tahviller, hem kamu hem özel sektör kuruluşlarının finansman ihtiyaçlarını karşılamak için başvurdukları; orta veya uzun vadeli borçlanma araçlarıdır³⁴⁴. Tasarrufunu tahvil satın almak suretiyle değerlendiren kimse, tahvil ihraççısına ödünç para vermiş olmaktadır³⁴⁵. Borçlanma araçları ile alâkalı bir üst başlıktaki tespitimize paralel olarak; tahvil ihraççısı ile tahvil yatırımcısı arasındaki hukukî ilişkinin, nitelikli bir karz akdi olduğunu ifade etmek gerekir³⁴⁶. Şu hâlde, tahvilin yetkili hâmilî tahvil ihraççısından alacaklıdır; hâl böyle olunca kâr iştirakli tahviller gibi özel bazı türler müstesna olmak üzere, tahvil sahibinin alacak ve faiz hakkı, ihraççının iktisadî vaziyetinden, kâr veya zarar hesabından etkilenmeyecektir. Bununla birlikte, mezkûr haklar etkilenmese de; hakkın teslimi ve iktisabı muhakkak surette fiilî iktisadî vaziyet ile alâkalıdır.

Tahvil, VII-128.8 no'lu Borçlanma Araçları Tebliği m. 3/1-m hükmünde; *ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal*

³⁴³ Karz (Tüketim ödücü) ile alâkalı bkz. **Yavuz/Acar/Özen**, 365 vd.

³⁴⁴ Türk hukuku çerçevesinde anonim şirketlerin yanı sıra sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin de tahvil ihraç edebileceği, bunun yasaklanmadığı ifade edilmiştir. Bkz. **Oğuz Kürşat Ünal**, “SPK Ve TK’nda Tahviller”, Gazi Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi, 7 (1-2), (2003), 6. **Buket Çatakoğlu**, *Türk Sermaye Piyasasında Borçlanma Araçları*, Ankara 2016, 45.

³⁴⁵ **Çatakoğlu**, *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araları*, 2016, 44; **Hayri Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, BATİDER, 7 (2), (1973), 312; **Ansay**, 270.

³⁴⁶ Aynı yönde bkz. **Ünal Tekinalp (Reha Poroy/Ersin Çamoğlu)**, *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*, Güncelleştirilmiş 12. Bası, İstanbul 2010, N. 1256a. ve 1261; **Ercüment Erdem**, “Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller”, Dokuz Eylül Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi Kudret Ayiter Armağanı, 3 (1-4), (1987), 705; **İmregün**, 411; **Domaniç**, *Anonim Şirketler*, 1375.

değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracı olarak tanımlanmıştır.

Tahvilleri, yatırımcılar için daha cazip kılmak adına; birtakım farklı tahvil türleri ihdas edilmiştir. Mesela tahviller; iskontolu, primli veya kupon ödemeli olarak ihraç edilebilir. Üzerinde yazılı değerle ihraç edilen tahviller, primsiz (başa baş) tahvillerdir. Primli tahviller ise, yatırımcısının vermiş olduğu borcu, artı bir farkla geri almasını sağlayan tahvil çeşididir³⁴⁷. Bu tür tahvillerde, tahvil ihraç edilirken itibarî değer altında bir bedel ödenebilir veya geri ödeme esnasında itibarî değer üzerinde bir bedel tahsil edilebilir. Bir diğer tür ise; kâr iştirakli tahvillerdir³⁴⁸. İhdas edilen tüm bu türler, sermaye piyasalarındaki borçlanma ve yatırım imkânlarını çeşitlendirmeye yöneliktir.

Bunun gibi, Borçlanma Araçları Tebliği'nde; paya dönüştürülebilir ve değiştirilebilir tahvil olarak iki özel tür açıkça ihdas edilmiştir. Paya dönüştürülebilir tahvil, ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracıdır (VII-128.8 no'lu Tebliğ m. 3/1-1). Bunların yetkili hâmili, sadece anapara ve faiz alacaklısı değil; aynı zamanda gereğinde kullanılmak üzere ortaklık payını elde etmeye yönelik bir beklentinin de sahibidir³⁴⁹. Tahvil sahibi, tahvilin itfa tarihinde veya belirlenecek başka bir tarihte, yenilik doğurucu bir hakkın kullanılması niteliğinde; ya tahvil bedelinin geri ödenmesini, ya da karşılık gelen ortaklık pay veya paylarının kendisine verilmesini talep etme hakkını haizdir³⁵⁰. Değiştirilebilir tahvil ise, ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsada işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren borçlanma aracı olarak tarif edilmiştir (VII-128.8 no'lu Tebliğ m. 3/1-d). Değiştirilebilir tahvillerde paya dönüştürülebilir tahvillerden farklı olarak; payları borsada işlem gören diğer şirketlerin payları, tahvil hâmine verilebilmektedir.

³⁴⁷ **Ünal**, *Tahviller*, 14; **Meral Tecer**, *Tahvil Yatırımlarının Yönetimi*, Ankara 1989, 11; **Halil Arslanlı**, *Anonim Şirketler II-III*, 303 vd.

³⁴⁸ **Ünal**, *Tahviller*, 15; **İmregün**, 418; **Tanör**, *Cilt II*, 119 vd.; **Arslanlı**, *Anonim Şirketler II-III*, 309.

³⁴⁹ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, N. 1094.

³⁵⁰ **George S. Hills**, "Convertible Securities- Legal Aspects and Draftsmanship", *California Law Review*, 19 (1), (1930), 2; **Çatakoğlu**, *Borçlanma Araçları*, 47; **Reha Poroy**, "Değiştirilebilir Tahviller", *Ord. Prof. Dr. Ernst E. Hirsch'e Armağan*, Ankara 1964, 504.

Paya dönüştürülebilir tahviller bakımından, geçmiş yıllarda tahvil sahiplerinin paya dönüştürme haklarını kullanmak istedikleri vakit; bunlara verilecek payların nereden ve nasıl temin edileceği tartışma konusu olmuştur³⁵¹. Paya dönüştürülebilir tahvil ihracı, ihraççı şirkete dönüştürme yükümlülüğü getirir ve hakkın kullanılmasına hazır olmayı gerektirir. Dürüstlük kurallarına ve sözleşmeye uygun bir dönüştürme talebinin, şirket tarafından karşılanamaması veya reddedilmesi sözleşmeye aykırılık teşkil eder³⁵². Bu noktada, talebin ne şekilde karşılanacağı konusunda akla gelen ve ekseriyetle kabul gören usul, sermaye artırımına gidilmesi olmuştur³⁵³. Fakat bu noktada, mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kaldırılması ile intifa senedi sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlandırılması meselesi gündeme gelecektir. Ortaya çıkan masraflı ve meşakkatli prosedür, o dönemde paya dönüştürülebilir tahvillerin uygulama alanını son derece daraltmıştır³⁵⁴. Öğretide işaret edilen sermaye artırım yolu, 2499 sayılı SerPK döneminde II-22 no'lu Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile de açıkça öngörülmüştür.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile Kurul tarafından çıkarılan VII-128.8 no'lu Borçlanma Araçları Tebliği beraber ele alındığında; paya dönüştürülebilir ve değiştirilebilir tahviller için öngörülen, tahvil sahibine verilecek payları temin usulünün ana hatları şu şekilde ifade edilebilir:

VII-128.8 no'lu Borçlanma Araçları Tebliği m. 20/2'de; paya dönüştürülebilir tahvil sahibine verilecek payların temininde, sermaye artırımını aslî metot olarak öngörülmüştür. Buna göre, önceden talep toplamak suretiyle veya talep toplamaksızın sermaye artırımını yapılacaktır. Bununla birlikte, Tebliğ'de mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının akıbeti hakkında bir hüküm sevk edilmemiştir. Bu noktada, TTK hükümlerini dikkate almak gerekir. Türk Ticaret Kanunu'nun 463'üncü maddesinin 1'inci fıkrasında, tahviller ve benzeri borçlanma araçları nedeniyle şirketten alacaklı olanlara, esas sözleşmede de hüküm varsa, değiştirme veya alım haklarını kullanmak yoluyla yeni payları

³⁵¹ Öğretide ileri sürülen bir görüş; anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesi ve dönüştürme esnasında tahvil sahiplerine verilecek payların bunlardan karşılanabileceği noktasındadır. **Ernst Hirsch**, Ticaret Hukuku Dersleri, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 3. Bası, İstanbul 1948, 546. Ve fakat bu teklif, eski TTK m. 329'da ifadesini bulan anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap yasağına istinaden eleştirilmiş ve uygulanabilir bulunmamıştır. Bkz. **Arslanlı**, *Anonim Şirketler II-III*, 314; **Erdem**, 718.

³⁵² **Hills**, 12.

³⁵³ **Arslanlı**, *Anonim Şirketler II-III*, 341 vd.; **İmregün**, 424; **Domanıç**, *Anonim Şirketler*, 962.

³⁵⁴ **Erdem**, 720; **Ünal**, *Tahviller*, 23.

edinmek hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar verilebileceği ifade edilmiştir. Bu noktada, her iki düzenleme beraber düşünüldüğü vakit; paya dönüştürülebilir tahvil sahiplerine verilecek payların, şartlı sermaye artırım yolu ile temininin esas olduğu ifade edilmelidir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 18'inci maddesinin 10'uncu fıkrasında, halka açık ortaklıkların şarta bağlı sermaye artırımını usul ve esaslarının Kurul tarafından belirleneceği; buna istinaden VII-128.8 no'lu Pay Tebliği'nin 17/1 maddesinde de, halka açık ortaklıkların şarta bağlı sermaye artırımlarında, Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenen şarta bağlı sermaye artırımını hükümlerinin uygulanmayacağı ifade edilmiştir. Her ne kadar Sermaye Piyasası Kanunu'nun, özel nitelikli ve zaman bakımından da sonraki kanun olarak uygulanması gerekeceği düşünülse de; SerPK çerçevesinde verilen yetkinin genel nitelikte olduğu, Tebliğ hükümleriyle TTK hükümlerinin bertaraf edilmesinin mümkün olmadığı kanaatindeyiz. Kaldı ki Türk Ticaret Kanunu, hem mevcut pay sahiplerinin, hem de değiştirme ve alım hakkını haiz alacaklıların korunmasına ilişkin birer hüküm sevk etmiştir. Bunlar da, sermaye piyasası bağlamında sistemin sağlıklı işlemesine hizmet edecektir. Şarta bağlı sermaye artırımında kural olarak, değiştirme ve alım hakkı içeren tahviller öncelikle mevcut pay sahiplerine teklif edilecektir (TTK m. 466/1). Bu noktada Türk Ticaret Kanunu'nda, paya dönüştürülebilir tahvil sahiplerine verilecek payların ne şekilde temin edileceği meselesi, henüz bunların ihracı aşamasında çözmeye çalışılmaktadır. Tahvil ihraç etmek isteyen şirket, öncelikle bu tahvilleri rüçhan hakkı sahiplerine teklif edecektir.

Değiştirilebilir tahviller bakımından ise meselenin çözümü daha basittir. Şöyle ki, bu tahvillerde yetkili hâmile verilmesi söz konusu olan payların bir başka anonim şirkete ait olduğu düşünülürse; ihraççı bu payları hem iktisap ettiği diğer şirketlerin paylarından, hem de bağlı veya yavru ortaklıklarının paylarından karşılayabilecektir.

Finansman ve Kıymetli Maden Bonoları

Finansman bonoları, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve itibari değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar kısım kısım yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 30 günden az, 364 günden fazla olmayan borçlanma araçlarıdır (VII-128.8 no'lu Tebliğ m. 3/1-b). Bunlar da, bir tür karz akdi olarak ifade edilebilir.

Bonolar, daha ziyade bankalar tarafından ihraç edilmiş, uzun yıllar banka bonusu adıyla işlem görmüş ve mevzuatta o şekliyle düzenlenmiştir³⁵⁵. VII-128.8 no'lu Tebliğ ile beraber ise, finansman bonoları, bankalar ve diğer anonim şirketler tarafından başvurulabilecek bir finansman usulü olarak öngörülmüştür. Bunlar, kısa vadeli olması hasebiyle bir para piyasası aracı olarak ifade edilse de; bir menkul kıymet olarak sermaye piyasası araçları arasında ihdas edilmiş ve bunların ihracına ilişkin genel esaslara tâbi tutulmuştur.

Kıymetli maden bonoları ise, kıymetli madenin işlem gördüğü borsalara üye olan kıymetli maden aracı kurumlarının, belli miktarda kıymetli maden cinsinden ihraç ettikleri ve itibarî değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan borçlanma araçlarıdır (VII-128.8 no'lu Tebliğ m. 3/1-ı).

Teminatlı Menkul Kıymetler

Teminatlı menkul kıymetler³⁵⁶, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminatlar karşılık gösterilerek ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır (SerPK m. 59/1). Teminatlı menkul kıymetler, varlık teminatlı (VTMK) ve ipotek teminatlı menkul kıymetler (İTMK) olarak iki türdür. Bu tür menkul kıymetleri ihraç edenlerle bunlara yatırım yapan kimseler arasında, aynen tahvillerde ve bonolarda olduğu gibi bir karz akdi vardır. Teminatlı menkul kıymetlerin ayırt edici özelliği; bu karz akdinden kaynaklanan borcun, ihraççının varlık veya ipotek haklarıyla teminat altına alınmış olmasıdır.

Varlık ve ipotek teminatlı menkul kıymetlerin kimler tarafından ihraç edilebileceği, III-59.1 sayılı Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği m. 5/2'de sayılmıştır. Varlık teminatlı menkul kıymetler; bankalar, ipotek finansmanı kuruluşları, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları ile nitelikleri Kurulca belirlenecek diğer kuruluşlarca ihraç edilebilir. İTMK ise, yalnızca konut finansman kuruluşları ile ipotek finansman kuruluşları tarafından ihraç edilebilir.

³⁵⁵ Bkz. **Zühtü Aytaç**, "Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar", BATİDER, 14 (3), (1988), 37-62.

³⁵⁶ III-59.1 no'lu Tebliğ m. 4/2: "Bu Tebliğ hükümlerine göre ihraç edilmeyen sermaye piyasası araçları için "teminatlı menkul kıymet", "ipotek teminatlı menkul kıymet", "varlık teminatlı menkul kıymet", "TMK", "İTMK", "VTMK" veya eşdeğer ifadeler kullanılamaz".

VTMK ve İTMK ihracında karşılık gösterilebilecek teminatlar da yine III-59.1 no'lu Tebliğ çerçevesinde belirlenmiştir. VTMK ihracı için, genel olarak ihraççı kuruluş alacakları, İTMK ihracı içinse, ihraççı kuruluşun ipotek ile teminat altına alınmış alacaklarının karşılık gösterilmesi gerekir³⁵⁷.

Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK)³⁵⁸, varlık finansman fonunun veya ipotek finansman kuruluşunun devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerdir (III-58.1 no'lu Tebliğ m. 3/1-ü). İhraç edilen bu tür menkul kıymetlerin dayanağı, bilanço aktifindeki varlıklardır³⁵⁹. İpoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK), konut finansmanı fonunun veya ipotek finansmanı kuruluşunun devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlerdir (III-58.1 no'lu Tebliğ m. 3/1-g).

³⁵⁷ III-59.1 no'lu Tebliğ m. 9: "Aşağıda belirtilen varlıklar, teminat defterine kaydedilmek suretiyle VTMK ihracına karşılık gösterilebilir:

- a) Bankaların ve finansman şirketlerinin tüketici kredileri ile ticari kredilerinden kaynaklanan alacakları,
- b) 6361 sayılı Kanun çerçevesinde yapılan finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar ile sigortalanmış faktoring sözleşmelerinden doğan alacaklar,
- c) TOKİ'nin taşınmaz satışından kaynaklanan taksitli ve sözleşmeye bağlanmış alacakları,
- ç) GYO'ların portföylerindeki gayrimenkullerin satışından veya bu gayrimenkullere ilişkin satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan teminatlı alacakları ile GYO'ların kira sözleşmelerinden kaynaklanan alacakları,
- d) Hazine Müsteşarlığının borçlusu olduğu ticari bankalar tarafından proje bazlı finansman ihtiyacı kapsamında tahsis edilen uzun vadeli yabancı para cinsinden krediler,
- e) İkame varlıklar,
- f) Nitelikleri Kurulca belirlenecek diğer varlıklar.

(2) İTMK ihracına, teminat defterine kaydedilmek suretiyle;

- a) Bankaların ve finansman şirketlerinin, ilgili sicilde ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış, Kanununun 57 nci maddesinde tanımlanan konut finansmanından kaynaklanan alacakları,
 - b) Kanununun 57 nci maddesinde tanımlanan konut finansmanından kaynaklanmak kaydıyla, 6361 sayılı Kanun çerçevesinde yapılan finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,
 - c) Bankaların, finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketlerinin ilgili sicilde ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış ticari kredi ve alacakları,
 - ç) İFK tarafından yapılacak ihraçlarla sınırlı olmak üzere TOKİ'nin konut satışından kaynaklanan taksitli ve sözleşmeye bağlanmış alacakları,
 - d) Birinci fıkranın (e) ve (f) bendi kapsamındaki varlıklar,
- karşılık gösterilebilir. Bu fıkranın (a) bendinde belirtilen alacaklardan, Kanununun 57 nci maddesinde tanımlanan konut finansmanından kaynaklanmakla birlikte ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmamış olan kredilerden kaynaklananlar, Kurulca uygun görülen nitelikte başka bir teminata bağlanmış olması şartıyla İTMK ihracına karşılık gösterilebilir."

³⁵⁸ III-58.1 no'lu Tebliğ m. 4/4: "Bu Tebliğ kapsamında kurulmayan fonlar için "varlık finansmanı fonu", "konut finansmanı fonu", "VFF", "KFF"; bu kapsamda ihraç edilmeyen sermaye piyasası araçları için ise "varlığa dayalı menkul kıymet", "ipoteğe dayalı menkul kıymet", "VDMK", "İDMK" veya bunlara eşdeğer ifadeler kullanılamaz".

³⁵⁹ Çatakoğlu, Borçlanma Araçları, 56.

Varlığa ve ipoteye dayalı menkul kıymetler, alacakların ve duran varlıkların sermaye piyasasında tedavülünü sağlayan menkul kıymetleştirme anlayışının bir ürünüdür³⁶⁰. Varlığa dayalı menkul kıymetler ile ipoteye dayalı menkul kıymetler hemen hemen aynı özellikleri haizdir; aralarındaki fark menkul kıymetin dayandığı varlıkla alâkalıdır. Varlığa dayalı menkul kıymetler, daha genel bir portföy oluşturulmasına imkân verir ve çeşitli alacakları bu portföyde yer alabilir. İpoteye dayalı menkul kıymetler ise, ipotekli konut kredisi alacaklarına dayanmaktadır. Bunlar, aynen tahvil ve bonolar gibi anapara ve faizden müteşekkil bir alacak hakkı sağlar³⁶¹.

Gayrimenkul Sertifikaları

Gayrimenkul sertifikaları, ihraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri; gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden, itibarî değeri eşit sermaye piyasası araçlarıdır (VII-128.2 no'lu Tebliğ m. 3/1-1).

Gayrimenkul sertifikaları, gayrimenkullerin menkul kıymet hâline getirilerek sermaye piyasasında tedavülünü sağlayan borçlanma araçlarıdır³⁶². Bunların satışından elde edilen fon, gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmaktadır. Gayrimenkul sertifikasının sahibi, gayrimenkul projesinde yer alan belirli bir bölümü veya belirli bir alan birimini temsil eden bir alacağın alacaklısı olur. Gayrimenkul sertifikası sahibinin, vade itibariyle iki seçimlik hakkı vardır. Birincisi, aslî edim olarak ifade edilir ki; izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde, ihraççı tarafından

³⁶⁰ **Oğuz Kürşat Ünal**, “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler”, Gazi Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi, 8 (1-2), (2004), 1.; **M. Murat Aktaş**, “Ticari İşletme Menkul Kıymetleştirilmesi”, İnönü Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi, 7 (1), (2016), 34.

³⁶¹ Bu bapta, Türk Medenî Kanunu'nun 898 ilâ 929'uncu maddeleri arasında düzenlenen ipotekli borç senetleri ile irat senetlerine değinmek gerekir. İpotekli borç senedi, taşınmaz rehniyle güvence altına alınmış kişisel bir alacak meydana getiren senetlerdir (TMK m. 898). İrat senetleri ise, şahsî bir borç doğurmayan ve borcun sebebini göstermeyen; bir taşınmaz üzerinde taşınmaz yükü şeklinde kurulmuş bir alacak hakkı meydana getiren senetlerdir. 2499 sayılı SerPK döneminde; bu senetlerin birer menkul kıymet niteliğinde olduğu kabul edilmiştir. Bkz. **Oğuz Kürşat Ünal**, “İpotekli Borç Senetleri Ve İrat Senetlerinin Menkul Kıymet Özelliği”, Gazi Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi, 6 (1-2), (2003), 3 vd. 6362 sayılı SerPK'da menkul kıymetler, sayma yolu ile tanımlanmıştır. Bununla birlikte, SerPK m. 3/1-o hükmüne göre; menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçlarının menkul kıymetlerden ve dolayısıyla sermaye piyasası araçlarından sayılacağı ifade edilebilecektir. Bu bakımdan, ipotekli borç senetleri ve irat senetleri de; nazarî olarak birer sermaye piyasası aracı türü olarak kabul edilebilirler. Fakat Kurul tarafından bu senetlere dair esasları düzenleyecek herhangi bir tebliğ çıkarılmadığı için; bunların an itibariyle sermaye piyasalarında mübadeleye konu olması söz konusu değildir.

³⁶² **Çatakoğlu**, *Borçlanma Araçları*, 64.

gayrimenkul sertifikası sahipleri adına mülkiyetin tesis edilmesi ve bağımsız bölümün teslim edilmesini içerir³⁶³. Diğeri ise tâli edim niteliğindeki, izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde ihraççı tarafından tâli edime konu gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümlerin satılması ve elde edilen tutarının gayrimenkul sertifikası sahiplerine, sahip oldukları gayrimenkul sertifikaları oranında dağıtılmasıdır (VII-128.2 no’lu Tebliğ m. 3/1-b ve u). Bu menkul kıymetler, yatırımcısına konut edinme imkânı bahsettiğinden, bir tür sosyal işlev de icra ederler.

Kira Sertifikaları (Sukuk)

Kira sertifikaları, her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla; varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetlerdir (III-61.1 no’lu Kira Sertifikaları Tebliği m. 3/1-h).

Kira sertifikaları, sukuk adı verilen ve İslâmî kaidelere göre ihdas edildiği ileri sürülen senet esas alınarak geliştirilmiş; faizsiz bir sermaye piyasası aracıdır. Kira sertifikaları, İslâmî esaslara uygunluk noktasında hassasiyet gösteren çevrelerin tasarruflarını, sermaye piyasasına aktarılmasını sağlamak amacıyla düzenlenmiştir. Kira sertifikalarının yatırımcıya sağladığı menfaat, esasında bir tahvil veya bonodan farklı değildir³⁶⁴. Fakat bunların ayırt edici özelliği, *faiz (riba)* ve *risk (gharar)* yasağında riayet noktasında kendini gösterir³⁶⁵. III-61.1 no’lu Kira Sertifikaları Tebliği’nde; sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları olmak üzere beş tür kira sertifikası düzenlenmiştir³⁶⁶. Kira sertifikalarına olan talep son yıllarda artış eğilimindedir. Bunlar, sadece İslâmî hassasiyeti olan çevrelerce değil, bu yönde bir hassasiyeti olmayan fakat daha uygun ödeme şartlarından faydalanmak veya yatırımlarını çeşitlendirmek amacıyla hareket eden kimselerce de tercih edilmektedir³⁶⁷.

³⁶³ Oğuz Kürşat Ünal, “Gayrimenkul Sertifikaları”, Gazi Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi, 9 (1-2), (2005), 6.

³⁶⁴ Nitekim bunların bir tür faizsiz bono veya tahvil olduğunu ifade edilmektedir. Bkz. Çatakoğlu, *Borçlanma Araçları*, 69.

³⁶⁵ Kira sertifikalarında faiz (riba) yasağına dair görüş birliğine rağmen, risk (gharar) yasağına dair farklı görüşler mevcuttur. Bununla birlikte, aşırı riskin yasaklandığı, hafif riskin ise kabul edilebilir olduğu yönünde genel bir kanaat birliği vardır. Bkz. Selim Sırrı Özdemir, “Alternatif Yatırım İlkeleri ve Kira Sertifikası”, BATİDER, 29 (3), (2013), 370.

³⁶⁶ Bkz. İlyas Gölcüklü, “III-61.1 Numaralı SPK Tebliği Acısından Kira Sertifikaları (Sukuk)”, BATİDER, 32 (4), (2016), 220 vd.

³⁶⁷ Özdemir, 363.

Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları

Sermaye piyasalarının, ihraççılar açısından finansman sağlama, yatırımcılar açısından ise tasarruflarını kazanç sağlama amacına tahsis etme olarak ifade edilebilecek iki yönlü işlevi; zaman içinde ulusal piyasaların tatmin edici olmadığı kanaati ile uluslararası bir mahiyet kazanmıştır. Finansman arayışındaki ihraççılar, kendi ülke sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş ve yeterli likiditeye sahip olmaması hâlinde; bu arayışlarını sınır ötesine taşımak istemişlerdir. Keza yatırımcılar da, hem yatırımlarını çeşitlendirmek; hem kazançlarını artırmak için yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmayı tercih etmektedirler.

Türk sermaye piyasasında, yabancı sermaye piyasası araçlarını halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin ihracına izin verilmiştir. Bu ihraç, doğrudan olabileceği gibi, yabancı sermaye piyasası araçlarını temsil eden depo sertifikaları aracılığıyla da gerçekleştirilebilir.

Yabancı Sermaye Piyasası Araçları

Yabancı sermaye piyasası araçları, VII-128.4 no'lu Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği m. 4/1-s'de; *yabancı yatırım fonu payları hariç olmak üzere yabancı ortaklıklar veya yabancı devletler ve mahalli idareler tarafından ihraç edilen ve SerPK m. 3/1-ş hükmünde tanımlanan sermaye piyasası araçları* olarak tarif edilmiştir.

Yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak, tabiatıyla yerli sermaye piyasası araçlarına nazaran daha çok risk unsuru taşır. Yabancı ihraççılara ilişkin bilgilere ulaşmanın güçlüğü³⁶⁸, yabancı sermaye piyasası mevzuatı ve idari otoritesinin etkisinin öngörülememesi gibi bazı risk unsurları, bunların Türk sermaye piyasasında ihracı ve tedavülü için birtakım tedbirlerin ihdasını zorunlu kılmıştır. Yabancı sermaye piyasası araçlarının halka arzı hâlinde, bunların yerli sermaye piyasası araçları gibi tedavülü ve yatırımcının etkin bir şekilde korunması için bazı ön şartlar öngörüldüğü gibi; VII-128.4

³⁶⁸ **Kürşat Yalçın**, “Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İMKB’de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı”, Atatürk Ü. İİBF Dergisi, 19 (2), (2005), 397.

no'lu Tebliğ m. 6'da yer alan düzenlemeye göre de bir temsilci tayini şarttır³⁶⁹. Bu hâlde yabancı ortaklık (ihraççı) ile temsilci arasındaki sözleşmenin yazılı şekilde yapılması zorunludur. Yabancı sermaye piyasası araçları, bunlara sahip olanlar tarafından ilk defa halka arz edilecekse; yazılı sözleşme, halka arz edenlerle temsilci arasında akdedilecektir ve bu hâlde de yabancı ortaklığın da sözleşmeyi imzalaması esastır. Temsilci, yabancı ortaklığın ve halka arz edenlerin kamuyu aydınlatmaya ilişkin olanlar başta olmak üzere yükümlülükleri bakımından Türk kamu otoritesi ve yatırımcılar nezdindeki muhatapları olarak ifade edilebilir.

Yabancı sermaye piyasası araçlarının halka arzı için de bir izahname hazırlanacak ve yayımlanacaktır (VII-128.4 no'lu Tebliğ m. 8). Bu izahname, SerPK ve ilgili ikincil mevzuat çerçevesinde öngörülen tüm genel şartları haiz olacağı gibi; yabancı sermaye piyasası aracı niteliğine bağlı olarak birtakım ek bilgileri de içerecektir. Bu ek bilgiler arasında, anapara, faiz, kâr payı ve kupon ödemelerine dair kullanılacak kur ve giderlerin akıbeti (VII-128.4 no'lu Tebliğ m. 11), yabancı sermaye piyasası aracının varsa kote edildiği veya işlem gördüğü yabancı borsa veya borsaları tanıtıcı bilgiler ve kote edilmemiş olması durumunda bunun nedenine ilişkin bilgiler (VII-128.4 no'lu Tebliğ Ek/1-8), ihraççının borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarının performansını gösterir bilgiler (VII-128.4 no'lu Tebliğ Ek/1-13) gibi hususlar bulunmaktadır. Keza Kurul'a başvuru sırasında yabancı ortaklığın, halka arza dair uyumsuzluklarda Türk hukukunun uygulanacağı ve Türk mahkemelerinin yetkili olduğu; kendi ülkesinde sermaye piyasası aracı ihraç etmeye dair kanuni yeterlilik ve yetkilere sahip olduğu, ihracı söz konusu sermaye piyasası araçlarına ilişkin malî ve idari hakların Türkiye'de kullanılabilmesine ve bunların devir ve tedavülüne dair bir kısıtlamanın olmadığı gibi bazı beyanlarda bulunması gerekmektedir. Bunun yanı sıra izahnamede, yabancı sermaye piyasası aracı için varsa, yurt dışında yayımlanan veya yayımlanacak izahname, duyuru ve diğer ilanların yayım yerleri hakkında bilgiye yer verilmesi zorunludur (VII-128.4 no'lu Tebliğ m. 8/2).

Yabancı sermaye piyasası araçlarının halka arzında, izahnameden doğan sorumluluk VII-128.4 no'lu Tebliğ m. 18/1'de düzenlenmiştir. İhraççı, bir başka ifadeyle yabancı ortaklık veya kuruluş, SerPK m. 10 ve 32'ye göre sorumlu olacaktır; temsilci ise

³⁶⁹ VII-128.4 no'lu Tebliğ m. 4/1-o: "Temsilci: *Yabancı yatırım fonu payları hariç olmak üzere yabancı sermaye piyasası araçlarının satışı için Kurula başvuran yabancı ortaklıklar ve/veya yabancı ortaklıkta pay sahibi olan kişi veya depocu kuruluş ile aralarında vekalet veya başka bir nitelikte sözleşme ilişkisi bulunan, geniş yetkili Türkiye'de yerleşik aracı kurumları veya kalkınma ve yatırım bankalarını*" ifade eder.

SerPK m. 10'a atfen lider aracı kurum gibi sorumlu olacaktır. Yabancı sermaye piyasası aracını ihraç eden yabancı ortaklık veya kuruluşun ihraççı sıfatıyla sorumlu olması tabiidir ve Tebliğ hükmü olmamış olsaydı dahi bunların doğrudan SerPK m. 10 ve 32'ye göre sorumlu olduğu ifade edilebilirdi. Temsilci açısından ise Tebliğ tarafından Kanun'a yapılan atıf, idarenin düzenleyici bir işlemi ile sorumluluk ihdas edilmesi anlamına geleceği için eleştiriye açıktır; fakat hakkaniyete ve sermaye piyasasının gerçeklerine uygundur. Bununla birlikte sorumluluğu düzenleyen Tebliğ hükmü, sadece ihraççı ve temsilciden bahsetmiş; yabancı sermaye piyasası araçlarına sahip olup, bunları Türkiye'de halka arz edelerden bahsetmemiştir. Bu noktada, bunların halka arz eden sıfatını haiz olduklarını; buna bağlı olarak da SerPK m. 10 ve 32 bağlamında, halk arz eden kimse gibi sorumlu olacakları ifade edilmelidir.

Depo Sertifikaları

Depo sertifikaları, VII-128.4 no'lu Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları İle Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği m. 4/1-b hükmünde; *“saklama kuruluşlarında saklanan yabancı sermaye piyasası araçlarını temsilen depocu kuruluş tarafından ihraç edilen ve sahibine bu araçların verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, nominal değeri Türk Lirası olarak veya T.C. Merkez Bankasınca günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracı”* olarak tarif edilmiştir. Depo sertifikası, yabancı sermaye piyasası araçlarının ihraç ve tedavülü için öngörülmüş kolaylaştırıcı bir müessesedir.

Depo sertifikasının iktisadî işlevi, bir sermaye piyasası aracının halka arz edilerek veya edilmeksizin bir başka ülke sermaye piyasasında ihraç ve tedavülünü sağlamaktır. Bu menkul kıymetlerin hukuki işlevi ise, Tebliğ hükmünde ifade edildiği üzere; yabancı sermaye piyasası araçlarını *aynen* temsil etmektir. Bunların hukukî niteliğini belirleyen, temsil ettiği yabancı sermaye piyasası araçlarının hukukî niteliğidir. Depo sertifikası, bir borçlanma aracını temsil edebileceği gibi; bir hisse senedini de temsil etmek amacıyla çıkarılabilir. Buna bağlı olarak depo sertifikası; bir ortaklık veya borç ilişkisini tevsik eden menkul kıymetlerden kabul edilecektir.

Depo sertifikalarının ihraç ve tedavülü, uluslararası bir teşkilatlanma gerektirir. Depo sertifikası ihraç etmek isteyen şirket, öncelikle bir saklama kuruluşu ve bir depocu

kuruluş ile anlaşacaktır. İhraççı ardından, yabancı piyasalarda işlem görmesini istediği sermaye piyasası aracını, bu saklama kuruluşuna tevdi etmek suretiyle güvence altına alır. Akabinde keyfiyet, saklama kuruluşu tarafından depocu kuruluşa bildirilir ve depocu kuruluş; ihraççı ile yaptığı sözleşme dairesinde sermaye piyasası araçlarını temsil eden depo sertifikalarını, yabancı ülke takas odasına kaydettirir ve bunlar, o ülke piyasasında işlem görmeye başlar.

Yabancı sermaye piyasası araçlarının depo sertifikaları vasıtasıyla satın alınması, ihraççının faaliyet gösterdiği ülke piyasasından doğrudan satın alınmasına nazaran çok daha az risk unsuru içerir³⁷⁰. Yatırımcıların daha geniş kapsamlı bilgi edinme imkânı; alım-satım, transfer, saklama gibi işlemlerin daha az maliyetli olması ve herhangi bir kısıtlama olmaksızın kurumsal yatırımcıların bunlara yatırım yapabilmesi; depo sertifikalarını doğrudan yabancı sermaye piyasası araçlarını satın almaya nazaran daha avantajlı kılmaktadır. Bunun gibi, depo sertifikaları aracılığı ile yabancı piyasalardan finansman sağlayan şirketler, bu yabancı ülkelerde görünürlük sağlar ve bir anlamda tanıtımlarını da gerçekleştirirler³⁷¹.

Depo sertifikaları, işlem gördüğü piyasalara göre adlandırılır. Uygulamada en fazla rağbet gören depo sertifikaları; ABD doları cinsinden işlem gören Amerikan depo sertifikaları (*ADR-American Depositary Receipts*), Euro cinsinden Londra ve Lüksemburg borsalarında işlem gören Avrupa depo sertifikaları (*EDR-European Depositary Receipts*) ve hem ABD, hem Avrupa piyasalarında ABD doları üzerinden işlem gören, global depo sertifikalarıdır (*GDR-Global Depositary Receipts*).

Depo sertifikalarının halka arz edilmek suretiyle ihracında da, diğer sermaye piyasası araçlarında olduğu gibi izahname hazırlanması zorunludur. Bu bağlamda, ihraççı kuruluşun SerPK m. 10 ve 32'ye göre "ihraççı" sıfatıyla sorumluluğu tabiidir; keza temsilci var ise bu da VII-18.4 no'lu Tebliğ m. 18/1'e göre lider aracı kurum gibi sorumlu olacaktır. Depocu kuruluş ise, "ihraççı" sorumluluğunu taşıyacaktır (VII-18.4 no'lu Tebliğ m. 18/2). Bu noktada düzenleyici idarî işlemlerle sorumluluk ihdası meselesi gündeme gelmekle beraber; sermaye piyasasının gerekleri ve yatırımcının korunması ilkesine

³⁷⁰ **Guy P. Lander**, "American Depositary Receipts", *The International Lawyer*, 29 (4), (1995), 900; **Yalçın**, 400.

³⁷¹ **Lander**, 902.

istinaden, depocu kuruluşun ihraççı sorumluluğunu kabul, hakkaniyete uygun bir çözüm olmuştur.

Yabancı Yatırım Fonu Payları

Yabancı yatırım fonu payları, yurt dışında kurulmuş ve kolektif yatırım kuruluşu niteliğindeki yabancı yatırım fonları tarafından ihraç edilen ve diğer sermaye piyasası araçları niteliğinde sayılan sermaye piyasası araçlarıdır (VII-128.4 no'lu Tebliğ m. 4/1-ş). Yabancı yatırım fonu paylarının Türk sermaye piyasasında ihracı ve tedavülü için; yabancı yatırım fonunun, Türkiye'de bir temsilcisinin olması şarttır. Bu temsilci, bir banka olabileceği gibi, Kurulun yatırım hizmetleri ve faaliyetlerine ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan, Türkiye'de yerleşik, geniş yetkili bir aracı kurum olabilir (VII-128.4 no'lu Tebliğ m. 4/1-ğ). Yurtdışında kurulmuş ve yurtdışından yönetilen bir yabancı yatırım fonuna ait varlıklar, bulunduğu ülkedeki idari otorite tarafından yetkilendirilmiş bir fon saklama kuruluşunda saklanır. Akabinde, yabancı yatırım fonunun Türkiye'deki temsilcisi, bunların halka arzı için izahname hazırlar ve diğer gerekli belgelerle Kurul'a başvurur.

Yabancı yatırım fonu paylarının halka arzında, bir izahname hazırlanması zorunludur. İzahnamede yer alan eksik, yanlış ve hatalı bilgilerden dolayı kimin sorumlu olacağına dair yabancı sermaye piyasası araçları veya depo sertifikalarındaki benzer bir hüküm, Kanun veya Tebliğ'de yer almamaktadır. Bununla birlikte kanaatimizce, VII-128.4 no'lu Tebliğ m. 4/1-e'ye göre fon ihraççısı sıfatını haiz olan fon kurucusu veya yöneticisi, SerPK m. 10 ve 32 bağlamında ihraççı olarak sorumlu kabul edilmelidir. Fon temsilcisi ile alâkalı olarak; yabancı sermaye piyasası araçlarının ihracında tayin edilen temsilcinin, lider aracı kurum gibi sorumlu olmasına benzer bir hüküm bulunmamaktadır. Buna mukabil, VII-128.4 sayılı Tebliğ'in "*Fon temsilcisinin sorumlulukları*" kenar başlıklı 23'üncü maddesinde öngörülen sorumluluğun; lider aracı kuruluş sorumluluğunu dahi aşacak mahiyette olduğu ifade edilebilir. Bu bakımdan fon temsilcisinin, VII-128.4 no'lu Tebliğ m. 18/1 hükmüne kıyasen, lider aracı kurum gibi sorumlu olacağını kabul etmek mümkündür. Fakat tebliğ ve kıyas ile sorumluluk ihdasının tartışmalı mahiyeti ise, kanaatimizce kanunî bir düzenleme ile giderilmelidir.

Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları

Varant ve yatırım kuruluşu sertifikaları, nitelikleri itibariyle türev araç özellikleri arz eden menkul kıymetlerdir.

Varantlar

Varantlar; yatırımcıya, dayanak varlığı ya da dayanak göstereyi önceden belirlenmiş bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma ya da satma hakkı veren menkul kıymetlerdir (VII-128.3 no'lu Tebliğ m. 3/1-ö). Varant, sözleşmede belirlenen varlığı, sözleşmede belirlenen fiyat üzerinden alma veya satma hakkı tesis eder³⁷². Burada bir hak söz konusudur; hak sahibi, yapacağı değerlendirme neticesinde varanttan kaynaklanan hakkını kullanmamayı da tercih edebilir. Bu yönüyle varant, alım veya satım hakkına bağlı olarak iki türdür. Alım varantında, dayanak varlığın vade sonundaki fiyatı, alım hakkının kullanım fiyatından yüksek olursa; aradaki fark yatırımcının kazancını ifade eder. Satım varantında ise, dayanak varlığın vade sonundaki fiyatı, satım hakkının kullanım fiyatından düşük olursa; satım hakkı kullanılır ve aradaki fark yatırımcıya ödenir.

Varantlar, ortaklık varantı ve yatırım kuruluşu varantı olarak da tasnif edilir. Ortaklık varantı sahibine, vade tarihine kadar ya da vade tarihinde, payları borsada işlem gören veya görecek olan kayıtlı sermaye sistemine tâbi ihraççı paylarına veyahut payları borsada işlem gören herhangi bir ortaklığın paylarına ilişkin olarak; VII-128.3 sayılı Tebliğ'in 17'nci maddesinde belirlenen uzlaşma yöntemlerinden birini talep etme hakkı veren ve ihraççılarca ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır (VII-128.3 no'lu Tebliğ m. 3/1-l). Tebliğ'in 17'nci maddesinde belirtilen uzlaşma yöntemlerine göre; varant sahibi, üzerine ortaklık varantı yazılan payları satın alma, kazanç tutarı kadar pay veya nakit ödeme talep etme hakkını haiz olmakla beraber; bu haklarını hiç kullanmayabilir. Hakkın kullanılmaması, üzerine varant yazılı payların değerinin düşmesi ve bunların önceden belirlenmiş fiyat üzerinden almanın herhangi bir kazanç getirmemesi durumunda söz konusu olur. Esasında varantın mantığı da buradadır; yatırımcı alım hakkını kullanmak yerine, sadece satın aldığı varantın bedelini

³⁷² **Burak Adıgüzel**, "Türk Sermaye Piyasasında Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Varant", Erzincan Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi, 14 (3-4), (2010), 229-230.

ödeyerek, pay senedinin değerinin düşmesinin risk ve zararını varant bedeliyle sınırlayabilmektedir³⁷³.

Bir diğer varant türü ise, yatırım kuruluşu varantıdır. Bunlar, sahibine, dayanak varlığı ya da göstergesi önceden belirlenen bir fiyattan, belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydi teslimat ya da nakdi uzlaşma ile kullanıldığı sermaye piyasası araçlarıdır (VII-128.3 no'lu Tebliğ m. 3/1-r). Bu tür varantlarda, alım veya satım opsiyonuna tâbi varlık bir ortaklık payı olabileceği gibi; belirli bir endeks, döviz ya da emtia olabilmektedir³⁷⁴. Yatırım kuruluşu varantında, önceden belirlenmiş fiyat ve miktarda varlık satın alınmakta veya satılmakta; varlığın sermaye piyasasındaki satın alma veya satma anındaki fiyatı ise, hak sahibinin kazancı olmaktadır³⁷⁵. Bu özellikleri ile varant, daha ziyade spekülasyonculara hitap eden bir sermaye piyasası aracıdır³⁷⁶.

Varantlar, menkul kıymetlerin sayma yoluyla tanımlandığı SerPK m. 3/1-o'da menkul kıymetler arasında sayılmamıştır. Bununla birlikte varant sahibine, belirli miktarda ortaklık payını ya da varlığı, alma ya da satma şeklinde bir yenilik doğuran hak bahşeder; bu hakkın kullanılması ile bir alacak hakkı vücut bulur³⁷⁷. Bunun yanı sıra varantlar, misli nitelik taşıyan ve seri hâlinde çıkarılan; belli bir meblağı temsil eden ve bir yatırım aracı olarak işlem gören sermaye piyasası araçlarıdır³⁷⁸. Nitekim varantın gösterdiği bu menkul kıymet özelliği, Kurul tarafından yayımlanan VII-128.3 no'lu Tebliğ'de ifadesini bulmuştur.

Yatırım kuruluşu varantlarının, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi mümkündür. Bunlar halka arz edilmek suretiyle ihraç edilecekleri vakit, birden fazla belgeden müteşekkil bir izahnamenin hazırlanması zorunludur (VII-128.3 no'lu Tebliğ m. 4/10). Ortaklık varantlarının halka arzında ise ayrıca bir izahname düzenlenmez. Bunlara dair bilgiler; ilgili oldukları sermaye piyasası aracına ilişkin izahnamede yer alır (V-128.3 no'lu Tebliğ m. 7/1).

³⁷³ Catherine Berney, "How to Issue Covered Warrants in London and Paris", International Financial Law Review, 9 (6), (1990), 14.

³⁷⁴ Adıgüzel, *Varant*, 231.

³⁷⁵ Adıgüzel, *Varant*, 234.

³⁷⁶ Berney, 14.

³⁷⁷ Adıgüzel, *Varant*, 234.

³⁷⁸ Adıgüzel, *Varant*, 240.

Yatırım Kuruluşu Sertifikaları

Yatırım kuruluşu sertifikaları VII-128.3 no'lu Tebliğ m. 3/1-p'ye göre; turbo yatırım kuruluşu sertifikaları ve iskontolu yatırım kuruluşu sertifikaları ile Kurul tarafından ihracı uygun görülen diğer yatırım kuruluşu sertifikası türlerini ifade eder. Turbo yatırım kuruluşu sertifikaları, vade sonunda yatırımcıya dayanak varlık ya da gösterge fiyatı ile işleme koyma fiyatı arasındaki fark üzerinden getiri elde etme hakkı vermektedir. İskontolu yatırım kuruluşu sertifikaları ise, yatırımcıya belirli bir dayanak varlığa ya da göstergeye cari piyasa değeri üzerinden belirli bir iskonto (indirim) ile yatırım yapma imkânı sağlayan finansal araçlardır. Yatırım kuruluşu varantlarının halka arzı ve izahname hazırlanmasına ilişkin esaslar, yatırım kuruluşu sertifikaları için de geçerlidir.

Türev Araçlar

Türev araçlar, dalgalı kur ve faiz düzeninden mütevellit birtakım iktisadî risklerden kaçınmayı isteyen yatırımcıların tercih ettiği, iki taraflı sözleşmelerdir³⁷⁹. Türev araçlarda, bir menkul kıymet veya emtianın fiyatı, endeks veya faiz oranı gibi birtakım göstergeler esas alınmaktadır ve sözleşmenin kurulması ile ifa tarihindeki bu göstergelerde oluşan farklar; kazanç veya zarar olarak türev araç sahibinin hanesine kaydedilmektedir. Türev araçlar, düzenlendikleri SerPK m. 3/1-u hükmüne göre sınırlı sayıda değildir; yeni türev araçların türetilmesi kural olarak mümkündür fakat uygulamada ve öğretilerde dört tür türev araç ön plana çıkmaktadır.

Vadeli satım (*forward*) sözleşmeleri, satıcı ve alıcı sıfatını haiz iki tarafça akdedilen; dayanak varlığı gelecekteki bir tarihte, başlangıçta belirlenen fiyat üzerinden alım-satım yükümlülüğü getiren bir sözleşme türüdür³⁸⁰. Vadeli satım sözleşmeleri, genellikle tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir. Vadeli işlem (*futures*) sözleşmeleri de, esasında vadeli satım sözleşmelerine benzemektedir. İkisi arasındaki en önemli fark, vadeli işlem sözleşmesinde tarafların birer teminat hesaplarının bulunması ve bunun bir temerrüt hâlinde muhtemel zararı önlemesidir³⁸¹. Opsiyon sözleşmeleri ise, satıcı ve alıcı sıfatını haiz iki tarafça akdedilen ve alıcıya ödeyeceği belirli bir prim karşılığında, belirli bir vadeye kadar veya belirli bir vadede, başlangıçta belirlenen fiyat üzerinden bir malı,

³⁷⁹ A. Dilşad Keskin, "Hukuki Açıdan Finansal Türev Araç Kavramı", BATİDER, 24 (4), (2008), 125.

³⁸⁰ Keskin, 128; Nurgül R. Chambers, Türev Piyasalar, İstanbul 1998, 42.

³⁸¹ Keskin, 131; Yalçın Karatepe, Türev Piyasaları, Ankara 2000, 15.

kıymeti veya finansal göstergeyi satın alma veya satma hakkı tanıyan sözleşme türüdür³⁸². Opsiyon sözleşmelerinin vadeli satım ve vadeli işlem sözleşmelerinden farkı, bir yükümlülük yüklemek yerine; bir hak bahşetmesidir³⁸³. Hâliyle bir kimse, hakkını kullanmama özgürlüğüne de sahiptir. Bununla birlikte, opsiyon sözleşmesinin alıcısının bu hakkını kullanması hâlinde; karşı taraf için bir yükümlülük ortaya çıkacaktır. Son olarak, bir diğer türev araç olan swap sözleşmeleri, iki tarafın belirli bir zaman dilimindeki ödemelerinin karşılıklı olarak değiştirmekte anlaştığı sözleşmeler olarak ifade edilebilir³⁸⁴.

Türev araçlar, SerPK m. 3/1-ş hükmünde; menkul kıymetler gibi ayrı bir sermaye piyasası aracı türü olarak ifade edilmiştir³⁸⁵. Gerçekten de türev araçlar, menkul kıymetlerin özelliklerini taşımaktan ziyade, tam iki tarafa borç yükleyen sözleşmeler arasında yer alır³⁸⁶. Türev araçların, ihracı ve borsada işlem görmesine dair izahname hazırlama yükümlülüğü söz konusu değildir. Bununla birlikte, bunların ihracında ihtiyarî olarak izahname hazırlanması mümkündür (II-5.1 no'lu Tebliğ m. 2/5). İhtiyarî olarak hazırlanacak bu izahname, Kurul tarafından onaylanmayacak; bu keyfiyet ise izahnamede ayrıca belirtilecektir. Bu noktada, hazırlanması ve yayımlanması ihtiyarî olan bu izahnamede yer alan eksik, yanlış ve yanıltıcı bilgilerden dolayı, SerPK m. 10 ve 32 bağlamında bir sorumluluğun söz konusu olup olmadığı meselesi akla gelecektir. Kanaatimizce, bu izahnameleri, Kurul tarafından onaylanan diğer izahnamelerden ayrıksı bir düzenlemeye tâbi tutmanın öne çıkan bir gerekçesi yoktur. Kaldı ki, izahname hazırlamanın sağladığı avantajlardan yararlanan ihraççının; izahnamede yer alan eksik, yanlış veya hatalı bilgilerden dolayı sorumlu olması da hakkaniyet gereğidir.

³⁸² Ayrıntılı bilgi için bkz. **İsmail Kırca**, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000.

³⁸³ **Kırca**, 36.

³⁸⁴ **Chambers**, 123; **Karatepe**, 147.

³⁸⁵ SerPK m. 3/1-u hükmüne göre türev araçlar, “Aşağıda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları:

1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları,
2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri,

3) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemleri” ifade eder.

³⁸⁶ **Keskin**, 136.

Yatırım Sözleşmeleri ve Diğer sermaye Piyasası Araçları

Yatırım sözleşmeleri ve diğer sermaye piyasası araçları, SerPK m. 3/1-ş'de sermaye piyasası araçları arasında sayılmakla beraber; bunlara dair herhangi bir tanım yapılmamıştır. Yatırım sözleşmeleri ile alâkalı olarak, ismen zikredilmek dışında Kanun'da hiçbir ifade yer almazken; diğer sermaye piyasası araçlarının, sermaye piyasası aracı niteliklerinin Kurulca belirleneceği ifade edilmiştir.

Yatırım Sözleşmeleri

Yatırım sözleşmeleri³⁸⁷, SerPK m. 3/1-ş'de menkul kıymetler ve türev araçların yanı sıra; sermaye piyasası araçları arasında zikredilmiştir. Bununla birlikte yatırım sözleşmeleri, Kanun'da tanımlanmadığı gibi; Kurul tarafından bunlarla alâkalı herhangi bir tebliğ veya başkaca bir düzenleyici idarî işlem de tesis edilmemiştir.

Hâlihazırda yatırım sözleşmelerine dair cârî bir düzenleme mevcut değilken; 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun kanunlaşma safhasındaki, TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından kabul edilen metindeki m. 4/6 hükmü şöyleydi: *"Bir teşebbüse finansal kaynak sağlamak üzere her türlü vasıta ile genel bir çağrıda bulunarak yapılmak istenen yatırım sözleşmesi ve bu yatırım sözleşmesi yoluyla para toplanması için hazırlanması zorunlu izahnameye ilişkin usul ve esaslar da bunlar ilişkin istisnalar Kurulun teklifi üzerine Bakanlar Kurulu tarafından belirlenir"*. Fakat bu düzenleme, daha sonra metinden çıkarılarak kanunlaşma fırsatı bulamamıştır³⁸⁸. Her ne kadar bu hükme, maket üzerinden konut satışlarını düzenlediği gerekçesiyle muhalefet edilmiş ve muhalefet

³⁸⁷ Kavramın menşei ABD hukukudur ve daha önce ifade edildiği gibi; ABD hukukunda bir evrak, sözleşme veya programın sermaye piyasası aracı niteliğinde olup olmadığı, yatırım sözleşmesi çerçevesinde açıklanmaya çalışılmıştır. Bu noktada, bir evrak; program ya da sözleşmenin yatırım sözleşmesi ve sermaye piyasası aracı niteliğinin tespitine dair önceki açıklamalarımıza atıf yapmak yeterli olacaktır. Bkz. Birinci Kısım 1.3.2.1.2.2. numaralı başlık.

³⁸⁸ Yatırım sözleşmeleri, TBMM Plan ve Bütçe Komisyon Raporu'nda ve Genel Kurulunda, maket üzerinden konut satışı çerçevesinde ele alınmıştır. Hem Komisyonunda hem de Genel Kurulda, maddenin inşaat firmalarının talep toplamak suretiyle maket üzerinden konut satışının kontrol edilmesi gerekçesiyle öngörüldüğü ve fakat bunun Kurul'un denetleme kapasitesi ve ilgi alanının bu işlevi yerine getirmeye yeterli olmadığı, izahnamenin inşaat firmalarınca alıcılara bir güvence olarak sunabileceği, böyle bir düzenleme ve yükümlülüğünün konut sektörüne zarar verebileceği, konut sektörünün SerPK'da değil de başka bir kanunda düzenlenmesi gerektiği ifade edilmiş ve bu görüşler çerçevesinde kanun tasarısından çıkarılmıştır.

Bkz. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), 50.

<https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>

Bkz. TBMM Tutanak Dergisi, 24. Dönem C. 35 Yasama Yılı 3.

<https://www.tbmm.gov.tr/tutanak/donem24/yil3/bas/b033m.htm>

başarılı olmuşsa da; metinde konut ya da inşaat sektörüne dair herhangi bir ibare bulunmamaktadır.

Sermaye piyasası aracı ve menkul kıymet kavramlarına dair daha önce yapılan bazı açıklamalara atfen; ABD hukuku çerçevesinde yatırım sözleşmesi müessesesinin, hâkime yatırımcının korunması gereken hâllerin ve buna bağlı olarak sermaye piyasası aracı vasfının tespiti hususunda, geniş bir takdir yetkisi verdiğini ifade etmek gerekir. Bu noktada, yatırım sözleşmesi müessesesinin millî mevzuata herhangi bir saik gözeterek mi; yoksa bir tercüme neticesinde mi dâhil edildiğini ele almak gerekecektir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3/1-ş hükmünde geçen *yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları* ifadesi; yatırım sözleşmelerinin, Kurul tarafından düzenlenecek diğer sermaye piyasası araçlarından biri olduğu şeklinde anlaşılmaya müsaittir. Nitekim SerPK m. 124/2-j hükmünde de yatırım sözleşmelerinin, kanun ve ilgili mevzuatta ve belirli bazı sektörler baz alınmak suretiyle ihdas edilebileceği ifade edilmektedir. Fakat kanaatimizce mesele, Kurulca yatırım sözleşmelerine dair, genel veya sektörel saiklerle birtakım idarî düzenlemeler yapılıp yapılamayacağından ziyade; herhangi bir sözleşme, evrak, plan veya programın mahkeme tarafından yatırım sözleşmesi olarak kabul edilip, SerPK hükümlerine tâbi kılınmasının mümkün olup olmadığı noktasındadır.

Kanaatimizce mahkemenin böyle bir yetkisi olmalıdır. Birincisi, kavramın menşee ülkesinde yatırım sözleşmelerinin işlevi, herhangi bir düzenlemede ismen sayılmamış ya da kanunî tipe uymayan sözleşme, plan veya programların yatırımcının korunmasına dair ilke ve düzenlemeler kapsamına dâhil edilebilmesini sağlamaktır. Daha önce açıklandığı üzere; bir yatırım sözleşmesinin varlığına dair kıstaslar çerçevesinde yer alan bir sözleşme, evrak, plan veya programın mahkemece sermaye piyasası aracı olarak tespit edilmesi mümkündür. Bir yatırım sözleşmesinin varlığı için, bir paranın ortak bir teşebbüse yatırılması ve yatırımcının kazanç beklentisinin, önemli ölçüde üçüncü bir kişinin veya müteşebbisin faaliyetlerine istinat etmesi gerekir. Bununla birlikte, taraflarca karşılıklı müzakere edilmiş, kendine özgü bazı unsurlar barındıran ve kamuya açık olmayan evrak, sözleşme, plan veya programları; birer yatırım sözleşmesi olarak kabul etmek ise yerinde olmayacaktır. Nitekim yatırımcının korunması ilkesinin amacı, sözleşmelerden kaynaklanan her uyuşmazlığı ve dolandırıcılığı düzenlemek değil; sermaye piyasasının

felsefesine ve mantığına istinat eden hukukî ilişkilerde; iktisadî ve teknik bakımdan zayıf olan yatırımcıyı korumaktır. Bu izahat çerçevesinde yatırım sözleşmelerini; ABD hukukunda³⁸⁹ olduğu gibi, bir torba hüküm mahiyetinde, başta yatırımcının korunmasına dair hükümler olmak üzere, sermaye piyasası hukuku kurallarının uygulanması gereken hâllerde devreye girmek üzere ihdas edilmiş bir müessese olarak telakki etmek gerektiği kanaatindeyiz

Diğer Sermaye Piyasası Araçları

Diğer sermaye piyasası araçları, Kanun'da sermaye piyasası aracı olarak ismen zikredilmeyen ve fakat bu niteliği, Kurul tarafından kabul edilen sermaye piyasası araçlarıdır. Kurul'un bu yetkisi hem kavramın geçtiği SerPK m. 3/1-ş hükmüne; hem de SerPK m. 128/1 hükmüne müstenittir. Yatırım sözleşmelerinin sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmesinin, işin tabiatı gereği hem Kurul düzenlemesiyle gerçekleşebileceği; hem de bir yargı mercii önünde tartışılabileceği yukarıda ifade edilmişti³⁹⁰. Bir sözleşme, plan veya proje, Kurul'un tesis edeceği düzenleyici idarî bir işlemle sermaye piyasası aracı olarak kabul edilirse; aynen Kanun'da ismen zikredilen pay senetleri ya da borçlanma araçları gibi, ilgili düzenlemenin hükümlerine tâbi olacaktır. Kanun'da öngörülen sistematik genel olarak ele alındığında, yatırım sözleşmeleri ibaresinin mahkemelere sermaye piyasası aracı niteliğini tespit etme; diğer sermaye piyasası araçları ibaresinin ise Kurul'a yeni sermaye piyasası aracı ihdas etme yetkisi verdiği kabul edilebilir.

1.3.2.2. Halka Arz ve Borsada İşlem Görme

İzahname hazırlama yükümlülüğü, sermaye piyasası araçlarının halka arz ve borsada işlem görmeleri hâlinde söz konusu olacaktır. Halka arz ya da borsada işlem görme başvurusu dışındaki işlemler için, bir izahname hazırlanma yükümlülüğü söz konusu değildir.

³⁸⁹ Bkz. **Hazen**, 11.

³⁹⁰ Bkz. Birinci Kısım 1.3.2.1.2 numaralı başlık.

1.3.2.2.1.Halka Arz

Halka arz (*public offering*), SerPK m. 3/1-f’de *sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış* olarak tanımlanmıştır. Halka arz müessesesi, sermaye piyasasının temel amacına matuf bir satış usulüdür. Sermaye piyasasının amaç ve işlevleri arasında zikredilebilecek; sermayenin tabana yayılması ve ferdî tasarrufların yatırıma tahsis edilmesi noktasında halka arzın büyük bir önemi vardır. Halka arz ile sermaye gerçek manasıyla tabana yayılır; ticaret ve üretimden gelen zenginlik halk ile paylaşılır. Bu özellikleri itibariyle halka arz, sermaye piyasalarında tavsiye ve teşvik edilen bir uygulamadır. Halka arzın bugün için, sadece özel sektörde değil; kamu sektöründe de, başta özelleştirme uygulamalarında olmak üzere, öncelikle başvurulması gereken bir satış usulü olduğu kanaatindeyiz.

Halka arz ve ihraç kavramları yakından alâkalı olmakla beraber; birbirinden farklı kavramlardır. İhraç kelimesinin lügat anlamı, “*çıkarma, dışarıya atma*”dır³⁹¹. İhraç kavramı SerPK’da; *sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı* olarak tanımlanmıştır (SerPK m. 3/1-ğ). Buna göre, halka arz, bir tür ihraç usulü olarak ifade edilebilir³⁹².

Halka arz ile halka açık olma da, birbiriyle bağlantılı kavramlardır. Halka açık ortaklık statüsü, payların halka arz edilmesi veya halka arz edilmiş sayılmasının bir sonucudur (SerPK m. 3/1-e)³⁹³. Bununla birlikte halka açık ortaklık statüsü payların halka arzının bir neticesidir; örneğin, borçlanma araçlarının halka arzı, ihraççıya halka açık ortaklık statüsü kazandırmaz.

Halka arzın SerPK m. 3/1-f’de yapılan tanımına göre; satış, halka arzın zorunlu bir unsurudur. Bir başka ifade ile halka arz teşebbüsünün satışla neticelenmemesi hâlinde, bir

³⁹¹ *Türkçe Sözlük*, 1158.

³⁹² İzahname hazırlama yükümlülüğü, halka arz usulüyle yapılan ihraçlar için söz konusudur. Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda ise, ihraç belgesinin hazırlanması gerekir (SerPK m. 11/1). İhraç belgesi, nitelikli yatırımcılara satış ve tahsisli satışlar için söz konusu olacaktır. İhraç belgesinde yer alan eksik, yanlış ve yanıltıcı beyanlardan doğan sorumluluk ise SerPK m. 32 çerçevesinde ileri sürülebilecektir.

³⁹³ Bununla birlikte SerPK m. 16’ya göre, payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır. Farazi halka arz olarak ifade edilen (bkz. **Manavgat**, *Halka Arz*, 597 vd.) bu hâl ile payları halka arz edilmiş sayılan şirketler için, SerPK m. 3/1-f manasında bir çağrı ve satıştan bahsetmek mümkün değildir.

halka arzdan bahsetmek mümkün olmayacaktır. 2499 sayılı Kanun'da ise satış, halka arzın şartı olarak öngörülmemiş; halka çağrıda bulunulması, halka arz olarak tanımlanmıştır³⁹⁴. Kanun koyucunun, 6362 sayılı Kanun bağlamında neden bu şekilde bir değişikliğe gittiğine dair, Kanun'un gerekçesinde bir kayıt bulunmadığı gibi; TBMM komisyon ve Genel Kurul görüşmelerinde de düzenleme hakkında bir gerekçe yahut görüş serdedilmemiştir. Bununla birlikte, Kanun'un lafzından anlaşılan odur ki; bu düzenleme tarzı bilinçsiz bir şekilde yahut sehven tercih edilmiş değildir. *Manavgat* bunun, yatırımcının korunmasını esas alan halka arz düzenlemelerinin büyük ölçüde satış sonrasında uygulama alanı bulacağı ve ticarî hayatın akışı içindeki diğer birtakım faaliyetlerin, gereksiz yere halka arz olarak kabul edilmemesi gerekçesine istinat etmiş olabileceğini ifade etmiştir³⁹⁵. Şayet kanun koyucunun gerekçesi ve kanaati bu yönde ise; buna katılmadığımızı ifade etmek gerekir. Satıştan sonra uygulama alanı bulacak hükümler, büyük ölçüde yatırımcı zararının tazminine yöneliktir. Oysa yatırımcının korunması ilkesi, sadece bir tazmin sistemi öngörmez; ilkenin, aynı zamanda denetleyici ve önleyici bir mahiyeti de vardır. Yatırımcının korunması hükümlerinin devreye girmesi için satışın gerçekleşmesi beklenirse; yatırımcıyı korumak için çok geç olabilir.

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda, halka arz ve halka arz edilmeksizin satışları da kapsayan bir üst kavram olarak “*sale*” ve “*sell*” ifadeleri tercih edilmiştir³⁹⁶. 1933 tarihli Kanun'un 2 (3) maddesinde halka arz; bir sermaye piyasası aracının veya sermaye piyasası aracına bağlı menfaatin bir satış sözleşmesi ya da benzer bir başka sözleşme ile tahsisi olarak tarif edilmiştir. Bununla birlikte hangi hâllerin halka arz olarak telakki edileceği, daha ziyade yargı kararları çerçevesinde gelişmiştir³⁹⁷. Sermaye piyasası araçlarının, ikinci el piyasalarda devretmek için alınmamış olması ve çağrının muhatabının sayısının otuz beşi (35) geçmemesi gibi istisnaî hâller hariç olmak üzere; sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet eden yazılı ve sözlü çağrılar, halka arz olarak kabul edilmektedir³⁹⁸. (EU) 2017/1129 sayılı Yönetmelik'te ise halka arz, *satış ve sermaye piyasası aracı hakkında*

³⁹⁴ 2499 sayılı SerPK m. 3/1-c 2. cümle: “*Halka Arz: Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder*”.

³⁹⁵ *Manavgat*, Halka Arz, 593.

³⁹⁶ *Ünal*, *Aracı Kurumlar*, 26.

³⁹⁷ *Ünal*, *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, 24.

³⁹⁸ *Arkan*, 97.

yatırımcının karar vermesine elverişli bilgileri içeren, herhangi bir şekilde ve herhangi bir vasıta ile gerçekleşen her türlü temas olarak tanımlanmıştır (Art. 2-d)³⁹⁹. Avrupa Birliği hukuku çerçevesinde yapılan halka arz tanımında; müstakbel yatırımcılara sunulacak bilgilerin niteliğine dair bir gönderme yapılmıştır ve satışa, halka arzın bir unsuru olarak yer verilmemiştir.

Halka arzın unsurlarından biri olan *sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı* hususunda; çağrının her türlü yoldan yapılabilmesi ve genel olması belirleyicidir. Çağrının genel olması, halka arz kavramındaki halk ibaresinin bir yansımasıdır. Halk sözcüğü, ferdi olarak tanımlanmamış bir kitleyi ifade eder. Bu çağrı, herhangi bir sınırlama yapılmadan halka yöneltilmişse yahut belirli bazı özellikler taşıyan ancak bireysel olarak belirli hâle getirilmemiş bir topluluğa yapılmış ise, genel niteliklidir⁴⁰⁰. Bir başka ifade ile çağrı, belirli özellikleri taşıyan kişilerden müteşekkil bir topluluğa yöneltililebilir; fakat belirli kişilere yöneltililemez. Örneğin, halka açık anonim ortaklıkların pay sahiplerinin, rüçhan haklarını kullanmaya davet edilmesi de, halka arz kapsamında bir çağrı niteliğindedir⁴⁰¹. Kanaatimizce, rüçhan hakkını haiz olanlar şahsen bilinebilmesine rağmen; şahsileştirilmiş bir davetten söz etmek mümkün değildir. Bu kabul, aynı zamanda halka açık ortaklıklardaki pay sahibi sayısının fazla olmasının da tabii bir neticesidir⁴⁰².

Kanun'da, çağrının ne şekilde ve hangi usulde yapılması gerektiğine dair herhangi bir sınırlayıcı kayıt öngörülmemiştir. Çağrı her türlü yolla yapılabilir; yazılı ve görsel basın, halka açık toplantılar, internet ve sosyal medya gibi ortamlardan yapılan davetler bu

³⁹⁹ Yürürlükten kaldırılan 2003/71/EC sayılı İzahname Yönergesinin 2/1 (d) hükmünde halka arz, *ihraççı ve ihraç konusu sermaye piyasası araçları hakkında yatırımcıların yatırım yapıp yapmama konusunda sağlıklı kararlar almasını sağlayacak nitelikteki bilgileri içeren ve üçüncü kişilere herhangi bir şekilde ya da vasıta ile yapılan teklif* olarak tanımlanmıştır.

⁴⁰⁰ **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 82; **Manavgat**, *Halka Arz*, 588; **Vural**, 28.

⁴⁰¹ **Manavgat**, *Halka Arz*, 588. Aksi kanaat için bkz. **Tekinalp**, *Sermaye Piyasası*, 21; **Memiş/Turan**, *Sermaye Piyasası*, 52.

⁴⁰² Sermaye Piyasası Kanunu'nda halka arzın unsurlarından olan çağrının çok sayıda kişiye yöneltilmesine dair bir ifade yoktur. Çok sayıda kişiye yönelme, 2499 sayılı Kanun döneminde yürürlükte olan Seri I No 1 sayılı Tebliğ'de yapılan tanım çerçevesinde öğretilmiş ve ifade edilmiştir. Bkz. **Tekinalp**, *Sermaye Piyasası*, 21; **Vural**, 28. Her ne kadar 6362 sayılı Kanun ve ikincil düzenlemelerde bu manaya gelebilecek bir ifade yoksa da; çağrının belirsiz kişilere yöneltilmesinin gereği dolaylı olarak bu kişilerin çok sayıda olmasını beraberinde getirecektir. Nitekim doğrudan halka arzla alakalı olmasa da, (EU) 2017/1129 sayılı Yönetmelikte, 150'den az kişiye yapılacak sermaye piyasası aracı tekliflerinde izahname hazırlama yükümlülüğünün bulunmadığı ifade edilmiştir (Art. 1). Halka arza özgü kamuyu aydınlatma belgesi olan izahname hazırlama yükümlülüğünün, 150'den az kişiye hitap eden tekliflerde söz konusu olmaması, halka arz ile kişi sayısı arasında en azından zihni bir bağlantı kurulduğuna işaret eder.

kapsamdadır. Umuma açık nitelikte olmasa da; telefon, belgegeçer, kısa mesaj gibi bireysel iletişim vasıtaları ile yapılan çağrılar da bu kapsamdadır⁴⁰³. Bununla birlikte, iletişim teknolojilerinin gelişmesine bağlı olarak bu çağrının isme hitaben yapılması da – örneğin bir e-posta mesajında e-posta hesabının sisteme kaydettiği isme hitaben bir çağrı yapılması – mümkündür. Bu hâlde de, çağrının şahsileştirildiği ifade edilemez.

Halka arz, birinci el ve ikinci el piyasa işlemi olarak gerçekleştirilebilir⁴⁰⁴. Birinci el piyasalarda gerçekleştirilen halka arzlarda (*initial public offering –IPO*); yatırımcılar, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının ilk sahibi olurlar. Birinci el halka arzlarda; masraflar bir yana bırakılırsa, satıştan elde edilen gelirin tamamı ihraççı şirketin kasasına girmektedir. İkinci el piyasalarda gerçekleştirilen halka arzlarda (*secondary public offering- SPO*) ise, daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçları; hâlihazırdaki sahipleri tarafından yatırımcılara satılır. Bunun yanı sıra, her iki usulün bir arada olduğu halka arzların da gerçekleştirilmesi mümkündür.

1.3.2.2.2.Borsada İşlem Görme

Halka arzın, fiilî ve farazî halka arz olarak tasnifi mümkündür. Fiilî halka arz, SerPK m. 3/1-f hükmüne istinaden öngörülen prosedür dairesinde gerçekleşmektedir. Farazî halka arz ise, SerPK m. 16/1’de yer alan düzenlemeye göre; pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların halka açık anonim ortaklık olarak kabul edilmesidir. Her iki halka arzın da tabii ve beklenen neticesi; halka arz edilen payların, devamındaki süreçte ikinci el piyasalarda işlem görmesidir.

Fiilî halka arzlarda kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, bir izahnamenin hazırlanmasını elzem kılar. Farazî halka arzlarda ise, işin tabiatı gereği bir izahname hazırlanması mümkün değildir. Nitekim pay sahibi sayısının 500’ü aşması hâli, ihraççı şirkete kendiliğinden izahname hazırlama yükümlülüğü yüklenmez.

Farazî halka arz ile halka açık ortaklık statüsü kazanma; payların, kendiliğinden ve derhal borsada işlem görmesi neticesini tevhit etmez. Bunun için şirketin borsada işlem görme başvurusunda bulunması gerekir; SerPK m. 16/1’de yer alan düzenlemeye göre ise

⁴⁰³ Benzer şekilde çağrının PTT kanalıyla yapılabileceğine dair bkz. Ünal, *Aracı Kurumlar*, 23.

⁴⁰⁴ Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 22; Ayoğlu, *Halka Arz*, 76.

şirket, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan en geç iki yıl içinde bu başvuruyu yapmalıdır. Bu başvuru kapsamında, bir izahname hazırlanması ve hazırlanan bu izahnamenin Kurul tarafından onaylanması gerekir. Bu izahname ise, Borsa İstanbul A. Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği uyarınca; gerekli diğer belgelerle birlikte KAP'da yayımlanır.

1.3.2.2.3. İzahname Hazırlama Muafiyeti

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 33'üncü maddesinin 3'üncü fıkrasında; Kurul'a bazı ihraçları Kanun'da yer alan yükümlülüklerden kısmen veya tamamen muaf tutma yetkisi verilmiştir. Kurul, bu yetkisini kullanırken; ihracın büyüklüğü, yönelik olduğu yatırımcılar, verilen garantiler, ihraç ve ihraççıyla ilgili olarak sunulan bilgiler, ilgili sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmesi ya da ihraç sırasında kullanılacak satış yöntemi gibi nitelik ve şartları göz önünde bulunduracaktır. Nitekim İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 6'ncı maddesinde, izahname hazırlama yükümlülüğünden muafiyet ve izahname hazırlanmasını gerektirmeyen hâller düzenlenmiştir.

Tebliğ'in 6'ncı maddesinde, iki yüzelli (250) bin TL tutarında bir parasal sınırın söz konusudur. Buna göre, her halka arzda ayrı ayrı olmak üzere, yatırımcı başına en az iki yüzelli (250) bin TL değerinde sermaye piyasası aracı alan yatırımcılara yönelik yapılan halka arzlarda ve birim itibarı değeri en az iki yüzelli (250) bin TL olan sermaye piyasası araçlarının halka arzında, izahname ihraççı veya halka arz eden izahname hazırlama yükümlülüğünden muafıdır. Kurul, iki yüzelli (250) bin TL tutarında sermaye piyasası aracı satın alan yatırımcıların, küçük yatırımcılara nazaran daha güçlü bir iktisadî yapı arz ettiklerinden ve buna bağlı olarak pazarlık gücüne sahip olduklarından; zayıf olanı koruma anlayışının bir tezahürü olan yatırımcının korunması ilkesini bu noktada yumuşatmış görünmektedir. Keza aşağıda görülecek olan muafiyet hâlleri de, bu yaklaşımın bir neticesi olarak ifade edilebilir.

Tebliğ'in 6'ncı maddesinde öngörülen bir diğer muafiyet hâli; nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının, borsada nitelikli yatırımcılar arasında işlem görmesi durumunda söz konusu olacaktır. Nitelikli yatırımcı, Kurul'un yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dâhil profesyonel müşterileri ifade eder (II-5.2 sayılı Tebliği

m. 4/1-m). Yatırım kuruluşlarını düzenleyen III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'in 31'inci maddesinde ise profesyonel müşteriler tanımlanmıştır⁴⁰⁵. Bunlara ilişkin aktif toplam, net hasılat veya öz sermaye miktarının esas alınması gibi kıstaslar tespit edilmiş ve bunun yanı sıra aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları gibi profesyonel kuruluşlar da bu kapsamda zikredilmiştir.

1.3.3. İzahnamenin Şekli ve İçeriği

Türk hukukunda, izahnamenin şekli ve içeriğini; Kurul'un Kanun'da kendisine verilen yetkiyi son raddeye kadar kullanarak belirlediğini ifade etmek yanlış olmaz. Sadece Kanun veya tebliğlerle değil; Kurul'un internet sitesinde yayımlanan izahname ve diğer bazı kamuyu aydınlatma belgeleri ile alakalı formatlar ve kullanım kılavuzları da son derece tafsilatlıdır. Bu düzenleme tarzı, hem kanun koyucunun; hem de idarenin bilinçli bir tercihidir. Kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin bu derece ayrıntılı düzenlemeler öngörülmesi; gelişmekte olan piyasalarda girişimciler için yol gösterici bir nitelik arz ederken, yatırımcılar için de özellikle, bilgi kalitesi bakımından güven telkin edecektir.⁴⁰⁶

⁴⁰⁵ III-39.1 sayılı Tebliğ m. 31 – "(1) "Profesyonel müşteri" kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteriyi ifade eder. Bir müşterinin profesyonel müşteri olarak dikkate alınabilmesi için aşağıdaki kuruluşlardan biri olması ya da sayılan nitelikleri haiz olması gerekir:

a) Aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, varlık yönetim şirketleri ile bunlara muadil yurt dışında yerleşik kuruluşlar.

b) Emekli ve yardım sandıkları, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar.

c) Kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar.

ç) Nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca kabul edilebilecek diğer kuruluşlar.

d) Aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hasılatının 90.000.000 Türk Lirası, öz sermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üzerinde olması kıstaslarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar.

e) 32 nci maddede tanımlanan talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilen müşteriler.

(2) Yatırım kuruluşunun herhangi bir faaliyet veya hizmet sunmadan önce profesyonel müşterilerini, yararlanamayacakları mevzuat hükümleri hakkında yazılı olarak bilgilendirmesi şarttır.

(3) Müşterinin, profesyonel müşteri olarak dikkate alınmak istemediği ve bu talebini yazılı olarak yatırım kuruluşuna ilettiği durumlarda, yatırım kuruluşunun bu talebi dikkate alması zorunludur.

(4) Profesyonel müşteri tanımı kapsamına girmeyen müşteriler "genel müşteri" kabul edilir."

⁴⁰⁶ Kurul'un izahnamenin içeriğine ve şeklini belirleme yetkisi, SerPK m. 5'den kaynaklanır: "Kurul, ihraççının ve halka arz edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının türü ve niteliğine göre, izahnamede bulunması gereken asgari bilgilere, garantöre ve garantinin niteliğine, izahnameyi oluşturan belgelere, izahnamenin şekline, kamuya duyurulmasına, yayımlanmasına, ilan ve reklamlara, izahnamede önceden yayımlanmış bilgilere atıfta bulunulmasına, satış şartlarına, onaylanan izahnamede

1.3.3.1. İzahnamenin Şekli

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4'üncü maddesinin 4'üncü fıkrasındaki düzenlemeye göre; izahnamenin, bir veya birden fazla belgeden müteşekkil olarak düzenlenmesi mümkündür. Kural olarak izahnamenin bir veya birden fazla belge olarak hazırlanması tercihe bağlıdır; fakat Kurul ihraç veya sermaye piyasası aracının niteliğine bağlı olarak, izahnamenin bir veya birden fazla belge olarak hazırlanmasını zorunlu tutabilir (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 13/1)⁴⁰⁷. İzahnamenin birden fazla belge şeklinde düzenlenecek olması hâlinde, ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özet olmak üzere üç ayrı belge izahnameyi teşkil edecektir⁴⁰⁸. Bununla birlikte, tek belgeden oluşacak izahname ile bu üç belgeden müteşekkil izahnamenin içeriği arasında, kural olarak bir farklılık bulunmamaktadır.

İzahnamenin birden fazla belgeden müteşekkil olması; bu belgelerin hazırlanması, onayı ve yayımlanması süreçlerinde bir esneklik ve zaman yönetimi imkânı sağlar⁴⁰⁹. İhraççı bilgi dokümanında yer alan bilgilerin nispeten sabit ve daha az değişken olması hasebiyle; ihraççı bilgi dokümanının hazırlanıp ve onaylanması ve halka arzın daha sonra tamamlanması mümkündür. Bu hâlde, sermaye piyasası aracı notu ve özet kısmının da hazırlanmasına kadar ihraççı bilgi dokümanının güncellenmesine de gerek yoktur; halka arz veya borsada işlem görme için öngörülen vakit geldiğinde, şayet ihraççı bilgi dokümanında güncelleme ya da değişiklik yapma gerekliliği hâsıl olmuşsa, sermaye piyasası aracı notu ve özetle beraber değişiklik yapılan ihraççı bilgi dokümanının da Kurul onayına sunulması gerekir. İhraççı bilgi dokümanı, izahnamenin sadece tek bir parçasıdır ve ihraççı bilgi dokümanının halka arzdan önce onaylanması, izahnamenin onaylanması

değişiklik yapılmasına ve izahname hazırlama ve yayımlanmasından kısmen veya tamamen muafiyete ilişkin usul ve esasları belirler”.

⁴⁰⁷ Nitekim VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği m. 4/9'da; borçlanma araçlarının ihracında kullanılacak izahnamenin birden fazla belgeden oluşacak şekilde hazırlanması zorunlu olduğu ifade edilmiştir.

⁴⁰⁸ II-5.1 sayılı Tebliğ m. 13/2: “Birden fazla belge şeklinde hazırlanması durumunda izahname;

a) İhraççının ve varsa garantörün sermayesi, yönetimi ve faaliyetleri, finansal durumu ve karlılığı, ihraççının yönetim ve denetiminden sorumlu kişiler gibi bilgileri içeren ihraççı bilgi dokümanı,

b) İhraç edilecek veya borsada işlem görecek sermaye piyasası aracının özellikleri, bunlara bağlı hak, yükümlülükler ve riskler ile halka arz ve borsada işlem görmeye ilişkin bilgileri içeren sermaye piyasası aracı notu,

c) Varsa garantöre, ihraççıya ve ihraç edilecek sermaye piyasası aracına ilişkin temel özellik ile riskleri içeren ve ihraççı bilgi dokümanı ile sermaye piyasası aracı notunda yer alan bilgilerden yararlanılmak suretiyle hazırlanan kısa, açık ve anlaşılır ifadelerden oluşan bir özet olmak üzere üç farklı belgeden meydana gelir”.

⁴⁰⁹ **Manavgat**, Halka Arz, 707-708.

neticesini tevhit etmez. Bu nedenle, ilk halka arzdan önce ihraççı bilgi dokümanının hazırlanması, ihraççı şirkete halka açık ortaklık vasfını kazandırmayacağı gibi⁴¹⁰; ilgililer bakımından da kural olarak SerPK m. 10 ve 32 bağlamında izahname sorumluluğuna da yol açmaz.

Birden fazla belgeden müteşekkil izahnamenin hazırlanması ve onaylanmasına dair ihraççı bilgi dokümanı için ifade edilenler, sermaye piyasası aracı notu ve özet için de geçerli olacaktır. Sermaye piyasası aracı notu veya özetin, halka arzdan önce onaylanması ve ihraççı bilgi dokümanının halka arz vaktinde onaylanması teorik olarak mümkün olmakla birlikte, pratikte işlevsel bir anlam ifade etmeyecektir.

II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 22'nci maddesinin 2'nci fıkrasında yer alan düzenlemeye göre; izahname ekleriyle beraber bir bütündür. İzahname eklerinin neler olması gerektiğine dair bir düzenleme olmamakla birlikte; ihraççı esas sözleşmesi, bağımsız denetim raporları, şirket iç yönergeleri, bağımsız denetçi sorumluluk beyanları, grup şirketleri hakkında ayrıntılı bilgiler, kamuyu aydınlatma bakımından ehemmiyet arz ettiği düşünülen mevzuat metinleri, değerlendirme raporları gibi belgeler bu kapsamda izahnamelerin eki olarak yayımlanmaktadır. Bunların yanı sıra, sermaye piyasası aracının türü ve faaliyet gösterilen sektöre bağlı olarak da; birtakım bilgilerin izahnamenin ekinde arz edildiği görülmektedir. Örneğin gayrimenkul sertifikası ihracında bağımsız bölüm listesi, imar planları ve yapı ruhsatları gibi belgelerin izahnameye eklenmesi mümkündür.

İzahnamenin, izahname eklerinin ve onay başvurusu kapsamında Kurul'a arz edilen belgelerin dili Türkçe olmalıdır. Teknik ve işlevsel yönü ağır basan izahnamede kullanılan dil ve ifadeler, açık, duru, sade ve anlaşılır olmalı; belagat ve edebiyattan arı olmalıdır. İzahname ve eklerinin, yabancı bir dile tercüme edilmesi hâlinde, tercüme belgeler de bunların ilan edildiği yerde, eş zamanlı olarak ilan edilmelidir (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 31/2). İzahnamenin hazırlanmasında yararlanılan ve izahname ekinde kamuya açıklanmayan belgelerin, yabancı dilde hazırlanmış olması durumunda; bu belgelerin izahnamenin hazırlanmasında yararlanılan kısımlarına nasıl ulaşılacağıın izahnamede gösterilmesi gerekir. Kurul, gerekli görürse bu dokümanların ilgili kısımlarının Türkçeye tercüme edilmesini zorunlu kılabilir (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 31/3).

⁴¹⁰ **Manavgat**, *Halka Arz*, 708.

1.3.3.2. İzahnamenin İçeriği

İzahnamenin tanımının yapıldığı SerPK m. 3/1-j hükmü, aynı zamanda izahnamenin içeriğine dair kısa ve öz bir izahat mahiyetindedir. Söz konusu düzenlemeye göre izahname, “*ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesi*”dir. Tanımdan yola çıkarak, izahnamede arz edilecek bilgileri; ihraççı veya garantör ile ilgili bilgiler, halka arz konusu sermaye piyasası aracına ilişkin bilgiler ve sorumlulukla alâkalı hususlar olmak üzere, üç üst başlıkta toplamak mümkündür. Bununla birlikte, Kurul tarafından hazırlanan izahname standartlarında, bu başlıkların sayısı artırılmış ve çok ayrıntılı bir bilgilendirme öngörülmüştür.

Sermaye piyasası araçlarının, halka arz veya borsada işlem görme başvurusundaki en önemli kamuyu aydınlatma belgesi olan izahname; kamuyu aydınlatma prensip ve esaslarına uygun olarak, bilgilendirme ve aydınlatma işlevini tam manasıyla yerine getirebilecek vasıfta olmalıdır. Bu noktada, kamuyu aydınlatma ilkesi dairesinde arz edilecek bilginin özelliklerine dair, daha önce yapılan izahata atıfta bulunmak gereklidir ve yeterli olacaktır⁴¹¹. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 6’ncı maddesinin 1’inci fıkrasındaki düzenlemede; Kurul tarafından onaylanması kâbil bir izahnamede yer alacak bilgilerin; *tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz olması gerektiği* ifade edilmiştir. Keza SerPK m. 4/2 hükmünde de, izahnamede yer alan bilgilerin, yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve değerlendirilebilir şekilde sunulması gerektiğine işaret edilmektedir. II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 7/1’de ise; izahnamede yer alacak bilgilerin niteliğine dair ayrıntılı düzenlemeler öngörülmüştür. Buna göre, izahname ve izahnamede yer alacak bilgiler, ihraççı ve varsa halka arz eden ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurulca gerekli görülen bilgileri açıklıkla ortaya koyacak kadar ayrıntılı; Kurul tarafından belirlenen standartlara uygun, tam ve güncel, yatırımcılar tarafından kolaylıkla analiz edilebilir, anlaşılabilir ve değerlendirilebilir nitelikte, Kurul onay başvurusu sırasında Kurulca talep edilecek ek

⁴¹¹ Bkz. Birinci Kısım 1.2.3.1 numaralı başlık.

bilgileri içerecek ve bilgi ve açıklamaların gerektiğinde belgeye dayandırılacak şekilde hazırlanması gereklidir.

Kanun, Tebliğ ve izahname standartları ile tespit edilmiş içerik, kanaatimizce asgari mahiyette olup; somut şartlar gereği, yatırımcılar için önemli olduğu düşünülen başkaca bilgi ve açıklamaların da izahnamede yer alması mümkündür⁴¹². Bununla birlikte, izahnamede yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması nedeniyle sorumluluğu gündeme gelebilecek kimselerin, bu muhtemel sorumluluğu bertaraf etmek adına; Kanun, Tebliğ veya izahname standartlarında öngörülme-yen birtakım bilgilere yer vermeyi istemeleri mümkündür. Böyle bir yaklaşımla gerçekleştirilecek bilgilendirmelerde, bilgi taşkınlığına sebebiyet verilmemesi gerekir.

1.3.3.2.1. İzahnameden Sorumlu Olacak Kimseler

İzahnamenin aslî işlevi, yatırımcılar bakımından bir bilgi kaynağı ve açıklama vasıtası olmasının yanı sıra; başta ihraççı olmak üzere halka arz veya borsada işlem görme başvurusu sürecinde görev alan bazı kimseler bakımından ise sorumluluk kanyığı olmasıdır. İzahnameden sorumlu olanların tespiti ve bunların hukukî takibatının yapılabilmesi; Kanun, Tebliğ ve Kurul'un üzerinde önemle durduğu hususlardır. Binâenaleyh, izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgiler nedeniyle; sorumluluğu söz konusu olabilecek gerçek kişilerin isimleri ve görevleri ile tüzel kişilerin unvanları, merkezleri ve iletişim bilgilerinin, izahnamede açık bir şekilde belirtilmesi gerektiği ifade edilmiştir (SerPK m. 4/3). Nitekim Kurul tarafından yayımlanan izahname standartlarında da; bu hususlarla alâkalı ayrıntılı bir bilgilendirme yükümlülüğü öngörülmüştür.

Bu düzenlemeler, Kanun'da öngörülen sorumluluk rejiminin sağlıklı şekilde işlemesi bakımından önem arz eder. İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler nedeniyle sorumlu olacak kimselerin; görev ve sıfatlarıyla beraber, izahnamenin hangi kısımlarından sorumlu oldukları hususunun da izahnamede yer alması gerekir. Bu, sorumluluğun esasları ve kapsamının belirlenebilmesi bakımından önemlidir. Bununla birlikte, izahnamede öngörülen görev ve sıfatlardan ziyade; fiilen üstlenilen vazifenin asıl

⁴¹² Nitekim kamuyu aydınlatma bakımından önemli görülen bilgilerin açıklanabileceği hakkında *Arslanlı* şunu kaydetmiştir: “İzahnamenin vazifelerinden biri halkı taahhüde celp ve davet olduğuna göre, idare meclisi kanununun emrettiği kayıtlar dışında tenvir bakımından faydalı gördüğü sair hususları da izahnameye derç edebilir”. Bkz. **Arslanlı**, *Anonim Şirketler II*, 272.

belirleyici olduğunu ifade etmek gerekir. Örneğin, izahnamede halka arz eden veya lider aracı kuruluş olarak sorumlu oldukları ifade edilen kişilerin, basın veya internet aracılığıyla yaptıkları tanıtım faaliyetlerinde garanti verdiklerine dair bir intiba bırakmaları hâlinde; sorumluluklarının garantörün sorumluluğu gibi olacağını kabul etmek yerinde olacaktır.

1.3.3.2.2. İzahnamenin Özeti

İzahnamede; ihraççıya, varsa garantöre, garantinin niteliğine ve ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin temel özellikler, hak ve riskleri içerecek şekilde, kısa, açık ve anlaşılır ifadelerden oluşan bir özet bölümü yer almak zorundadır (SerPK m. 4/4)⁴¹³. Bu özet kısmında; ihraççı, varsa garantör, ihraççı ve ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının temel özellikleri ve riskleri, kısa ve yatırımcıların anlayabileceği bir şekilde belirtilir ve yatırımcıya ilgili sermaye piyasası aracına yatırım yapıp yapmaması konusunda yardımcı olacak ve izahnamenin geri kalanı ile uyumlu ve uygun temel bilgileri içerecek şekilde hazırlanır (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 13/10).

Özet, tabiatı itibariyle asıl metinden daha kısadır; nitekim Kurul'un hazırladığı özet formatlarında, özetin izahnamedeki sayfa sayısının % 7'sini ya da 15 sayfayı geçmemesi gerektiği ifade edilmektedir⁴¹⁴. Bu yönüyle özet, izahnameye ve mevzubahis halka arza bir girizgâh olarak kabul edilmeli ve ancak izahnamenin bütünü ile beraber değerlendirildiğinde yatırım kararına esas alınmalıdır⁴¹⁵. Bununla birlikte özette, izahnamede yer alan esaslı unsur ve hususlara değinilmeli; genel bir kanaat oluşturmaya elverişli kapsamda bilgi verilmelidir.

Özet, izahnamenin diğer kısımları ile tam bir tutarlılık arz etmelidir. Kurul tarafından hazırlanan ve yayımlanan izahname standartlarında; izahnamenin diğer kısımları ile birlikte okunduğu takdirde özetin yanıltıcı, hatalı veya tutarsız olması durumu hariç olmak üzere, sadece özete bağlı olarak, ilgililere herhangi bir hukukî sorumluluk isnat

⁴¹³ 2499 sayılı SerPK'da, *sirküler* özetleme işlevini görmekteydi. Bu özetleme işlevi Kanun tarafından atfedilmiş değildi; bir başka ifade ile sirkülerin bir özet niteliğinde olacağı hususunda bir açıklık bulunmamaktaydı. Nitekim *Kabaalioglu*, sirkülerin özetleme işlevini kabul etmeyerek, salt duyuru işlevini ele almış ve sirkülerde izahnamenin tamamına yer verilmesi gerektiğini ifade etmiştir (Bkz. *Kabaalioglu, Kamuyu aydınlatma*, 155). 6362 sayılı SerPK, sirküler kavramına izahnamenin bir bölümü ya da parçası olarak yer vermemiştir.

⁴¹⁴ Nitekim izahname özeti için azami bir uzunluk belirlenmesi gerekliliği, (EU) 2017/1129 sayılı Yönetmeliğin başlangıç kısmında yer almaktadır.

⁴¹⁵ Bkz. (EU) 2017/1129 Art. 7/1.

edilemeyeceği ifade edilmektedir. (EU) 2017/1129 sayılı Yönetmelikte, izahname özetinin, halka arz ve sermaye piyasası aracı ile alâkalı anahtar bilgileri sağlaması gerektiği; anahtar bilgiler sağlanmadığı takdirde, sorumluluğun gündeme gelebileceği kaydedilmiştir (Art. 11). Yönetmelikte yer alan bu düzenlemeden, izahname özetinin de asgarî bir içeriğinin olması gerektiği anlaşılmaktadır. Nitekim Kurul tarafından hazırlanan izahname standartları da, asgari bir içeriğin bulunması gereğine işaret eder. Bu bakımdan, izahname özetinin tek başına bir sorumluluğa sebebiyet vermeyeceği kaidelerini; işin tabiatı ve mevzuattaki düzenlemeler itibariyle, izahnamenin diğer kısımlarından daha kısa olması ve bazı ayrıntılara yer vermemiş olması nedeniyle, yatırımcıda oluşacak eksik veya hatalı kanaat dolayısıyla herhangi bir sorumluluğun izafe edilemeyeceği şeklinde anlamak gerekir. Yoksa izahname özetinin, SPK izahname standartlarında belirtilen şartları haiz olmaması ve öngörülen asgarî bilgileri içermemesi, kanaatimizce sorumluluğa yol açabilecektir.

1.3.3.2.3. İhraççıya Dair Kurumsal Bilgiler

Sermaye piyasası yatırımcısı bakımından, ihraççıya ilişkin bilgiler yatırımın akıbeti noktasında hayatî bir önem arz eder. Hisse senedi yatırımcısının şirkete ortak olması, iktisadî bakımdan şirketle bir kader birliğini beraberinde getirir; şirket kârlı ve kazançlı bir faaliyet sürdürebildiği ölçüde yatırımcı, kâr payı elde edebilir ve hisse senedinin değerinin yükselmesi söz konusu olabilir. Keza borçlanma araçları yatırımcısı bakımından da, ihraççının iktisadi vaziyetini bilmek önemlidir. Borçlanma araçlarının teorik temelinin bir karz akdi olduğu dikkate alınacak olursa; alacaklı konumundaki yatırımcının, borçlu konumundaki ihraççının ödeme gücüne dair birtakım bilgilere ulaşmak istemesi tabiidir.

İhraççıya dair genel bilgiler, ihraççının kuruluşu, teşkilatlanması, pay sahipliği yapısı ve faaliyetlerine ilişkindir. İhraççı tüzel kişinin ticaret unvanı ve varsa işletme adı, kısaltma yapılmadan ve tam olarak izahnamede yer almalıdır. Bunun gibi tescil merkezi, ticaret sicil numarası, kuruluş tarihi gibi hususlara da yer verilmelidir. İhraççının hukukî statüsü, bir anonim şirket veya kamu tüzel kişisi olup olmadığı şeklinde belirtilmeli, tâbi olduğu mevzuat ve kurulduğu ülke yazılmalıdır.

İzahnamede, ihraççının idarî teşkilatlanması ve pay sahipliği yapısı hakkında birtakım bilgilere de yer verilmelidir. İhraççının yönetim kurulu üyelerinin yanı sıra; ihraççı ile ilgili içsel bilgilere vâkıf olabilecek ve kararlarıyla ihraççının iktisadi vaziyetini etkileyebilecek tüm yöneticiler hakkında da ayrıntılı bilgiler arz edilmelidir. Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki akrabalık bağları, bu kimselerin uzmanlık ve tecrübeleri, varsa ihraççı dışındaki görevleri, sermaye payları, geçirdikleri idari ve cezai soruşturmalar, kendilerine yönelik suç duyuruları, ihraççıdan elde ettikleri ücret ve diğer menfaatler hakkında da ayrıntılı bilgiler arz edilir. Bunun gibi, ihraççı şirketin pay sahipliği yapısı hakkında da birtakım bilgiler verilmeli; sermaye payı veya toplam oy hakkı % 5'i geçen pay sahipleri hakkında izahnamede açıklama yapılmalıdır. Halka arzın planlandığı gibi tamamlanması hâlinde; pay sahipliğinin yapısının yeni görünümü hakkındaki izahat da izahnamede yer almalıdır.

1.3.3.2.4. Finansal Bilgiler

Finansal bilgiler, izahnamenin ayrılmaz bir parçasıdır⁴¹⁶. II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 7'nci maddesinin 5'inci fıkrasında yer alan düzenlemeye göre; izahnamede, bağımsız denetimden veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolara yer verilmesi esastır. Bunun gibi, izahnamede yer alan bilgilerin, kural olarak bu finansal tablolara istinaden hazırlanmış olması gereklidir⁴¹⁷. Finansal tablolar, ihraççının iktisadi vaziyeti hakkında en sağlıklı ve tarafsız bilgi kaynağı olarak; gerçekçi bir kanaat için muhakkak surette incelenmeli ve ele alınmalıdır.

⁴¹⁶ Rein, 175.

⁴¹⁷ Bununla birlikte, finansal tablolara müstenit olmayan bazı veri ve bilgilere de birtakım hususlara dikkat edilmek kaydıyla izahnamede yer verilmesi mümkün olabilecektir.

II-5.1 sayılı Tebliğ m. 7/5: "İzahnamede bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolar ile bu finansal tablolara dayalı verilere yer verilmesi esastır. İzahnamede, bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolara dayalı bilgiler ile birlikte bu finansal tablolara dayalı olmayan bilgilerin verilmek istenmesi durumunda;

a) Bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmemiş verilerin bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolarda yer alan bilgilerle tutarlı olması ve aykırılık içermemesi,
b) Bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal verilerin bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmemiş finansal verilerden daha dikkat çekici şekilde sunulması,
c) Finansal tablolardan üretilmeyen verilerin, kullanılan terimler ve hazırlanma esasları ile birlikte açıkça belirtilmesi ve güncel olması,
ç) Finansal tablolardan üretilmeyen verilerin geçmiş, tahmini, beklentiye dayalı ya da pro forma finansal bilgilerden hangisi ile ilişkili olduğunun belirtilmesi,
d) Finansal tablolardan üretilmeyen verilerin bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmediği hususunun açıkça vurgulanması zorunludur".

Ortaklık hakkı veren sermaye piyasası araçları ile alâkalı izahnamelerde; bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş, son üç yıla ve varsa ilgili ara döneme ait finansal raporlara yer verilmesi esastır. Ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarına ilişkin olan izahnamelerde ise; bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş, son iki yıla ve varsa ara döneme ait finansal tabloların yer alması esastır (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 10/1). Bununla birlikte ihraççının, finansal tablolarını, KAP'ta düzenli olarak yayımlama yükümlülüğünün bulunması hâlinde, bunların izahnamede yer alması gerekmez. Kuruluş gibi birtakım nedenlerle, önceki yıllara ait finansal tablolara yer verilmesi imkânı yoksa; bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş, mevcut finansal tablolara yer verilmesi yeterli olacaktır. Fakat kuruluş veya buna benzer herhangi bir haklı neden olmaksızın, hukuka aykırı şekilde finansal tabloların hazırlanmaması; mevcut olan finansal tablolarla yetinme hakkı vermez⁴¹⁸.

İzahnamede, ihraççının finansal durumu ile yakından alâkalı olan; faaliyet yürütülen sektör, üretilen ve ticareti yapılan ürün ve hizmetler, işletme ve satış stratejileri, tedarik ve üretim süreçleri ile bunların fiyatlandırma esasları, satış kanalları, yurtdışı ve uluslararası faaliyetler, pazar payları gibi ayrıntılı hususlar da yer almalıdır. Bunun yanı sıra izahname, finansal kiralama yolu ile edinilmiş bulunanlar dâhil olmak üzere; mevcut veya edinilmesi planlanan önemli maddi duran varlıkların cinsi, edinildiği yıl, büyüklüğü, mevki, defter değeri, kullanım amacı, kiraya verildi ise kiralayan kişi/kurumun adı, kira dönemi ve tutarı hakkında bilgileri de içermelidir.

Kurulca hazırlanan izahname formatına göre, ihraççının sermaye yapısına dair bilgiler de izahnamede yer almalıdır. İhraççının ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesi, intifa senetleri ve benzeri senetlerin sayısı ve niteliği, değiştirilebilir ve dönüştürülebilir borçlanma araçları ile alâkalı bilgiler, opsiyon konusu sermaye piyasası araçları, esas sözleşme ve iç yönergeye ilişkin bilgiler izahnamede yer alacaktır. Sermaye yapısının yanı sıra; izahnamede, ihraççının fon kaynakları ayrıntılı bir şekilde tasnif edilerek açıklanmalı, nakit akışı ve malî kaynaklar bakımında iktisadî hedeflerine ulaşılabilmesinin değerlendirilmesi ve buna ilişkin öngörülerin de paylaşılması gerekir.

İzahnamenin özet kısmı dışında, asıl metin içinde, özet mahiyetinde birtakım bilgilerin de arz edildiği kısımlar vardır. İzahname standartlarına göre; seçilmiş finansal

⁴¹⁸ **Manavgat**, *Halka Arz*, 703.

bilgiler, özet mahiyetinde bu kısımlarda arz edilecek; ihraççının finansal durum ve faaliyetlerine ilişkin ayrıntılı bilgiler verilmeyecektir⁴¹⁹. Keza izahname standartlarına göre düzenlenmesi gereken bir diğer kısım olan, faaliyetlere ve finansal duruma ilişkin değerlendirmeler kısmı da; izahnamede sunulan tüm finansal bilgilerin bir özeti olarak ifade edilebilir. Bu kısımda, duran ve dönen varlıklar, kısa ve uzun vadeli yükümlülükler ve finansal tablolara dayanan özet tablolara yer verilmesi mümkündür.

1.3.3.2.5. Sermaye Piyasası Aracına Dair Bilgiler

Sermaye piyasası araçları, iktisadî nitelikteki birtakım değer, hak, külfet ve bazen de yükümlülükleri temsil eder ve bunların sermaye piyasasında tedavülünü sağlar. Bu sermaye piyasası araçlarında mündemiç bir hukukî statü elde edecek olan yatırımcı; bunların iktisadî ve hukukî mahiyeti ile alâkalı bilgi sahibi olmak isteyecektir. Bu bağlamda izahname, sermaye piyasası araçlarına dair fiyat, sağlanan haklar, borçlanma araçlarında vade, faiz oranları, ödeme ve itfa planları, kârdan pay verilip verilmeyeceği, varsa dönüştürme veya değiştirme esasları gibi ayrıntılı hususları ihtiva edecektir.

Payların halka arz izahnamesinde; imtiyazlı paylar, payların nama veya hâmiline mi yazılı olduğu, itibarî değeri, pay sayısı gibi hususlar yer almalıdır. Bu hususlar yatırımcının, edineceği payların, ihraççının genel sermaye yapısı içindeki yerini ve muhtemel geleceğini anlaması bakımından kaçınılmazdır. Borçlanma araçları bakımından ise öncelikle bunların türü, nama veya hâmiline mi yazılı olduğu, ihraççının başka yükümlülüklerinin söz konusu olması hâlinde halka arz edilecek borçlanma araçlarının sıralaması, faiz oranı, itfa planı, kâr payı başta olmak üzere borçlanma aracına bağlı hak ve yükümlülükler yer verilmesi beklenir. Bunun gibi, dönüştürülebilir ve değiştirilebilir tahviller ile alâkalı olarak; değiştirme ve dönüştürme esasları da ayrıntılı olarak açıklanmalıdır.

⁴¹⁹ Nitekim izahname formatında, yatırımcının yatırım kararını verirken yapacağı değerlendirmede; finansal durum, bilgi ve değerlendirmelerin daha ayrıntılı şekilde yer aldığı kısımları da dikkate alması gerektiği ifade edilmektedir.

1.3.3.2.6. Risk Faktörleri

İzahnamede; ihraççı, sektör, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları ve diğer tüm hususlarla alâkalı risk faktörlerine yer verilmelidir. Risk faktörü, ihraççı ve iktisadî faaliyeti üzerinde; önemli bir olumsuz etkiye yol açacak her türlü koşuldur⁴²⁰. Risk faktörlerinin açıklanmasının, genel mahiyetteki bazı iktisadî ve ticarî risklere değinilmesinden ibaret olarak algılanması doğru değildir. Döviz kurlarındaki dalgalanmalar, olağan ticarî rekabet, tedarik sürecindeki muhtemel kesintiler, hammadde fiyatlarındaki olağan dalgalanmalar, şirketin marka değerini azaltacak olağan tehlikeler, değişen tüketici tercihleri, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının piyasada oluşacak fiyatının öngörülememesi gibi genelgeçer birtakım ifadelerin açıklanması, kanaatimizce yeterli değildir. Bu genelgeçer faktörler, ihraççı nezdinde özelleştirilmeli ve ihraççının, sektörün ve sermaye piyasası araçlarının somut iktisadî vaziyeti ile bağdaştırılmalıdır. Risk faktörlerine örnek olarak; olağandışı rekabet şartları, kiracılık ya da kullanım haklarının sona erecek olması gösterilebilir.

İzahnamede risk faktörlerinin açıklanması, hukukî sorumluluğu bertaraf edecek bir uygulama olarak kabul edilemez. Aksi hâlde, izahnamede risk faktörlerinin son derece geniş kapsamlı olarak açıklanması, dolaylı bir sorumsuzluk kaydını beraberinde getirmiş olacaktır. Buna mukabil izahnamede, yatırımcıların açık kaynaklardan öğrenebilecekleri risk faktörleri ile alâkalı eksiklikler, şayet bir zarara sebebiyet verecek olursa; bu zararın tazminine ilişkin uyuşmazlıkta, gerçekleşen risk faktörünün ortalama yatırımcının bilebileceği mahiyette olup olmadığı somut olay çerçevesinde değerlendirilmesi gerekir.

1.3.3.2.7. Kâr Tahminleri ve Beklentiler

İzahnamede, kâr tahminlerine ve beklentilerine ilişkin açıklamalarda bulunulabilir⁴²¹. Kâr tahminlerine ve beklentilerine yer verilmesi tercih edildiği takdirde; bunlar geçmiş dönem finansal bilgileri ile karşılaştırmalı bir biçimde açıklanmalıdır. Kâr tahmini, cârî ve/veya takip eden hesap dönemleri için, muhtemel kâr veya zararın veya asgari veya azami bir rakamının açıkça ya da dolaylı olarak açıklanması veya gelecekte elde

⁴²⁰ Rein, 176.

⁴²¹ Heinz-Dieter Assman/Rolf A. Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Neubearbeitete Auflage, 2015, § 5 N. 48.

edilebilecek kâr veya uğranabilecek zararların hesaplanabileceği verilerin belirtilmesi anlamındadır. Kâr beklentisi ise, sona ermiş, ancak sonuçları henüz yayınlanmamış olan bir hesap dönemi için; kâr ya da zarara dair öngörülerdir. Bu bakımdan kâr beklentilerinin, kâr tahminlerine nazaran daha az belirsizlik taşıdığı ifade edilebilir.

Kâr tahminleri ve beklentilerine dair açıklamalar, anlaşılabilir ve ayrıntılı analizlerle desteklenmiş olmalıdır. Nihayet, kâr ve beklentilere yer verilmesine dair en önemli şart ise bağımsız denetim kuruluşu tarafından bir bağımsız güvence raporu hazırlanmasıdır. Kurulca hazırlanan izahname standartlarında, kâr tahminleri ve beklentilerine dair vergilendirmeden önceki rakamların esas alınacağı ifade edilmiştir. Kanaatimizce bu kısımda açıklanacak kâr tahmin ve beklentilerine dair rakamların, vergilendirme sonrasındaki meblağ olması gerekir. Yatırımcıya, bir de vergi mevzuatı ve uygulamasını bilmek külfetine sokmak, kanaatimizce yerinde değildir.

1.3.3.2.8. İlişkili Taraf İşlemleri

İlişkili taraf ve ilişkili taraf işlemleri, ne Kurul tarafından çıkarılan II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nin "*İlişkili Taraf İşlemleri*" başlığını taşıyan üçüncü bölümünde; ne de SerPK'da tanımlanmıştır. Tebliğ'deki hükümler, daha ziyade ilişkili taraf işlemlerinin hangi esaslar dairesinde yapılması gerektiğine ve sürekli kamuyu aydınlatma esaslarına göre; başta KAP'da yapılması gerekenler olmak üzere gerekli açıklamaların yapılmasına dairdir. İlişkili taraf ve ilişkili taraf işlemlerinin esaslarına dair en önemli düzenleme ise; Türkiye Muhasebe Standartları Kurulunca yayımlanan, Türkiye Muhasebe Standardı-TMS 24'ün 9'uncu maddesidir⁴²². Düzenlemedeki ayrıntılı

⁴²² "**İlişkili Taraf:** Bir tarafın bir işletme ile ilişkili sayılması için:

(a) Söz konusu tarafın, doğrudan ya da dolaylı olarak bir veya birden fazla aracı yoluyla:

(i) İşletmeyi kontrol etmesi, işletme tarafından kontrol edilmesi ya da işletme ile ortak kontrol altında bulunması (ana ortaklıklar, bağlı ortaklıklar ve aynı iş dalındaki bağlı ortaklıklar dahil olmak üzere);

(ii) İşletme üzerinde önemli etkisinin olmasını sağlayacak payının olması; veya

(iii) İşletme üzerinde ortak kontrole sahip olması;

(b) Tarafın, işletmenin bir iştiraki olması ("*TMS 28 İştiraklerdeki Yatırımlar*" Standardında tanımlandığı gibi);

(c) Tarafın, işletmenin ortak girişimci olduğu bir iş ortaklığı olması (bakınız: "*TMS 31 İş Ortaklıklarındaki Paylar*");

(d) Tarafın, işletmenin veya ana ortaklığının kilit yönetici personelinin bir üyesi olması;

(e) Tarafın, (a) ya da (d) de bahsedilen her hangi bir bireyin yakın bir aile üyesi olması;

(f) Tarafın; kontrol edilen, ortak kontrol edilen ya da önemli etki altında veya (d) ya da (e) de bahsedilen her hangi bir bireyin doğrudan ya da dolaylı olarak önemli oy hakkına sahip olduğu bir işletme olması; veya

açıklamalara göre ilişkili taraf sıfatı; kontrol, oy ve etki gücü, istihdam veya aile ilişkisi gibi birtakım bağlara istinaden söz konusu olabilir. İlişkili taraf işlemi ise, ilişkili taraflar arasındaki; bedelli veya bedelsiz kaynak, hizmet ya da yükümlülüklerin transferi olarak ifade edilebilir.

İlişkili taraf işlemlerine ilişkin bilgilere izahnamede yer verilmesi gerekir. Bu noktada kanaatimiz, bu açıklamaların sadece TMS-24 çerçevesinde düzenlenen ilişkili taraf ve ilişkili taraf işlemleri esasları ile sınırlı kalmaması gerektiğidir. Aydınlatma yükümlüsü tarafından bu kavramlar geniş yorumlanmalı; açıklamalar, yatırımcılar tarafından bilinmesi gerektiği düşünülen benzer işlem ve ilişkileri de kapsamalıdır.

1.3.3.2.9. Önemli Sözleşmeler

İzahnamede, ihraççının akdettiği önemli sözleşmelere yer verilmelidir. Yer verilen bu sözleşmeler, ihraççıyı yükümlülük altına sokabilecek ya da ihraççıya birtakım haklar sağlayan sözleşmeler niteliğinde de olabilir. Bu açıklama yükümlülüğü ihraççının yanı sıra, ihraççının dâhil olduğu grup şirketlerinin yaptıkları sözleşmeler bakımından da geçerlidir. Bu kapsamda, yürürlükteki veya imzalanmakla birlikte henüz yürürlüğe girmemiş sözleşmelerin yanı sıra; imzalanması düşünülen ve beklenen sözleşmeler de açıklanmalıdır.

Olağan ticarî faaliyetler çerçevesinde yapılan sözleşmelere, izahnamenin bu kısmında yer vermek gerekmez. Bu bakımdan iş akitleri, hammadde temin amaçlı mutat satın almalar, olağan destek hizmetlerinin temini gibi hususlar bu kapsamdadır. Bununla birlikte önemli sözleşmelere örnek olarak; ihraççının marka hukukuna dair dava haklarından vazgeçmesini konu alan bir centilmenlik sözleşmesi ya da şirket birleşmesi yahut bölünmesi gösterilebilir.

(g) Tarafın, işletmenin ya da işletme ile ilişkili taraf olan bir işletmenin çalışanlarına işten ayrılma sonrasında sağlanan fayda planları olması, gerekir.

İlişkili tarafla yapılan işlem: İlişkili taraflar arasında kaynakların, hizmetlerin ya da yükümlülüklerin bir bedel karşılığı olup olmadığına bakılmaksızın transferidir.

Bir bireyin yakın aile üyeleri: İşletme ile ilgili işlemler üzerinde etkisi olabilecek ya da işlemlerden etkilenebilecek aile bireyleridir. Aşağıdakileri içerebilir:

(a) Bireyin eş ve çocukları;

(b) Bireyin eşinin çocukları ve

(c) Bireyin ya da bireyin eşinin bakmakla yükümlü oldukları kişiler.”

1.3.3.2.10. Halka Arz ve Borsada İşlem Görmeye Dair Hususlar

İzahnamede, halka arz ve borsada işlem görme başvurusuna ilişkin tüm hususlara yer verilmelidir. Bu kapsamda, halka arzın itibarî değeri, satış yöntemleri, halka arza konu olan sermaye piyasası araçlarını dağıtım ve tahsis planları, sermaye piyasası araçlarının fiyatı veya belli olmaması hâlinde fiyat aralığı, fiyat tespitinde kullanılan usuller açıklanır. Bunun gibi, halka arzla alakalı içsel bilgiye ulaşabilecek kimseler ve halka arza aracılığa ilişkin bilgiler de izahnamede yer almalıdır. Halka arza aracılık türü (en iyi gayret aracılığı veya yüklenim) ve sözleşmesine ilişkin olarak da bir açıklama gerekliliğinden bahsetmek mümkündür.

Payların ilk defa halka arz edilmesinde, halka arzın payların doğrudan borsada işlem görmesi anlamına gelmeyeceği; bu payların borsada işlem görebilmesi için borsaya ayrıca başvurulması gerektiği, izahnamede ifade edilmelidir. Şayet borsaya başvuru yapılmışsa; başvuru ile alakalı bilgilere de yer verilmelidir.

Halka arzın malî boyutunun da izahnamede yer alması; halka arzdan elde edilecek net gelir ve toplam ve pay başına halka arz maliyetleri hakkında bilgi verilmesi gerekir. Halka arza bağlı olarak, bedelsiz pay ihraçları, opsiyonların, değiştirme ve dönüştürme haklarının kullanılması gibi hâllerde pay sayısının artması; halka arz maliyetleri, yatırımcılar tarafından ödenen tutarlar ile halka arz sonrası bunların defter değerleri arasındaki fark, izahnamede açıkça gösterilmelidir. Bunun gibi, sulanma etkisine yol açacak pay ihraçları ve bu ihraçlar sonrasında pay başına defter değerinin nasıl etkileneceği; açıklamaların belirli varsayımlar ile beklenen veriler ışığında yapıldığı, gerçek verilerin ortaya çıkmasından sonra yapılacak hesaplamalarda bazı farklılıklar olabileceği hususuna da dikkat çekilmelidir.

1.3.3.3. Kural Olarak Açıklanması Gereken Bir Bilgiye Yer Vermemenin Şartları

II-5.1 sayılı Tebliğ'de zikredilen bazı hâllerde; kural olarak açıklanması gereken birtakım bilgilere yer verilmemesi mümkündür. Bu hâllerin ilki, halka arzı konu olan sermaye piyasası araçlarının kesin halka arz fiyatına, fiyat aralığı ile talep toplanması durumunda fiyat aralığına, faiz veya iskonto oranına ya da faiz veya ek getiri aralığına yer verilememesi hâlidir. Bu hâl, piyasa şartlarından ya da ihraççıdan veya halka arz edenle

alâkalı bir başka öznel nedenden kaynaklanabilir⁴²³. Bu hüküm, esasında bir zorunluluk veya imkânsızlıktan ziyade, ihraççının veya halka arz edenin beklediği maddî getiriye artırmaya yönelik bir imkâna işaret eder. Bu hükme istinaden mezkûr bilgilere yer verilememesi hâlini ihraççı takdir edecektir; Kurul'un onayına gerek yoktur. Fakat bu hükme istinaden fiyat ve benzeri hususlardaki bazı bilgilere yer verilmeyecekse; bu hususlara dair kesin bilgilerin hangi kriter ve/veya şartlara göre belirleneceğinin izahnamede yer alması gerekir (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 8/1).

İzahnamede bir bilgiye yer verilmemesi hâllerinden ikincisi, ihraççının talebi üzerine Kurul tarafından bazı bilgilere yer verilmemesine izin verilmesidir. İhraççı şu üç gerekçe ile Kurul'dan talepte bulunabilir:

Birincisi, bilginin izahnamede açıklanmasının kamu yararına aykırı olmasıdır (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 8/2-a). Kamu yararına aykırılık gerekçesiyle birtakım bilgilere izahnamede yer verilmemesi; daha ziyade stratejik ve hassas sektörler ya da özelleştirme amaçlı halka arzlarda söz konusu olabilir. Kamu yararına aykırılığı takdir yetkisi Kurul'dadır. Bu yönde bir takdir yetkisi kullanılacaksa; kamu yararı ile yatırımcının korunmasını dengelemek, kamu yararı gerekçesi ile yatırımcıyı tamamen korumasız bırakmak yerinde olmayacaktır⁴²⁴. Bir bilginin açıklanmaması, yatırımcı tercihini esaslı olarak etkileyebilecek; açıklanması ise kamu yararına aykırı bir mahiyette ise, nihaî tercih halka arzın gerçekleştirilmemesi yönünde olmalıdır. Yatırımcının korunması mutlak bir ilke niteliğindedir; fakat halka arz ise, hukukî ya da iktisadî bakımdan mutlak bir zorunluluk değildir.

Kamu yararına aykırılık gibi, ihraççının önemli bir zararla karşılaşma ihtimalinde de izahnamenin ilgili olduğu sermaye piyasası aracına bağlı haklara, ihraççıya, halka arz edene veya varsa garantöre ilişkin bilgilerin açıklanmamasına Kurul tarafından izin verilebilir (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 8/2-b). Kanaatimizce bu yönde bir iznin verilmesi, ancak söz konusu bilginin açıklanmamasının, yatırımcının bilinçli bir değerlendirme yapmasına engel olmaması hâlinde mümkündür. Bu noktada, ihraççının zararına yol açabilecek her türlü bilgi değil; sadece sayılan hususlardaki bilgilerin açıklanmayabileceğini ifade etmek

⁴²³ **Manavgat**, *Halka Arz*, 704.

⁴²⁴ Bkz. **Manavgat**, *Halka Arz*, 705.

gerekir. Örneğin, sermaye piyasası aracına bağı bir yükümlülüğe veya risk faktörlerine dair birtakım bilgilerin açıklanmasından imtina edilmesi mümkün değildir.

Kurul'un izni ile izahnamede bir bilgiye yer verilmemesi hâllerinin üçüncüsü; bilginin sermaye piyasası aracının halka arzı veya borsada işlem görmesi bakımından önemsiz olması, bilgiye ulaşmanın maliyetli ve güç olması ve ihraççının, halka arz edenin veya garantörün malî durumunun değerlendirilmesini etkilememesi şartlarının varlığında söz konusu olacaktır (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 8/2-c). Bu üç şartın birlikte gerçekleşmesi gerekir: Bilginin *önemsiz*, bilgiye ulaşmanın *maliyetli ve güç*, ihraççının, halka arz edenin veya varsa garantörün *malî durumunun değerlendirilmesini etkilememesi*. Tüm bu şartlar beraber değerlendirildiği vakit; bu düzenlemeye istinaden bir bilgiye yer verilmemesinin oldukça istisnaî bir uygulama olacağını ifade etmek mümkündür. İzahnamede, yatırım kararı bakımından önemli bilgilerin yer alacağı ve bu nedenle önemsiz bir bilginin bulunamayacağı ifade edilse de; bu hükümdeki *önemsiz* ifadesini, kaynak düzenleme olan 2003/71/EC yönergesi m. 8.2.c hükmüne uygun olarak, ikinci derecede önemli bilgi olarak anlamak mümkündür⁴²⁵. Bir diğer şart, bilgiye ulaşmanın maliyetli ve güç olmasıdır. Bilgiye ulaşmanın hem maliyetli hem de güç olması şartlarının beraber var olması gerektiği kabulü; bilginin önemsiz olması şartı da eklendiğinde hükmün uygulanmasını son derece sınırlandıracaktır. Bu nedenle, şartın sağlanması için bilgiye ulaşmanın maliyetli veya güç olması, diğer şartlarla beraber yeterli kabul edilmelidir. Üçüncü şart olan, ihraççının, halka arz edenin veya garantörün malî durumunun ve gelecekteki durumunun değerlendirilmesini etkilememe şartı ise, önemlilik şartının bir tezahürü niteliğindedir.

Kurul, izahnamede bilgiye yer verilmemesine izin verme yetkisini, ölçülü şekilde ve sakınarak kullanmalıdır. Kamu yararı, ihraççının zarara uğraması veya bilginin önemsiz ve maliyetli oluşu gibi gerekçelerle yatırımcının korunması ilkesi karşı karşıya geldiğinde; tercih yatırımcının korunmasından yana yapılmalıdır. Halka arz her hâlükârda yapılması mecburî ve kaçınılmaz bir uygulama değildir. İzahnamede bilgiye yer verilmemesini gerektiren durum ortadan kalkana kadar, halka arzın ertelenmesi de pekâlâ mümkündür.

⁴²⁵ **Manavgat**, *Halka Arz*, 706.

1.3.3.4. İzahnamede Yapılan Atıflar

İzahnameye, ihraççı veya halka arz eden ile ilgili olarak daha önceden Kurulun veya borsanın internet sitesinde veyahut KAP'ta kamuya duyurulan bilgilere atıfta bulunmak suretiyle bilgi dâhil edilebilir (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 9/1). Bu usul, bilgi taşkınlığını önlemeye yönelik; izahnameyi daha sade ve anlaşılır kılan bir uygulamadır⁴²⁶.

İzahnamede atıf yapılacak belgeler, II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğ m. 9/2'de sınırlı şekilde sayılmıştır. Bunlar, resmi usul ve esaslar çerçevesinde hazırlanmış ve yayımlanmış belgelerdir; bunların dışındaki herhangi ya da alelade bir belge ya da kaynağa atıf yapmak, II-5.1 sayılı Tebliğ m. 9 kapsamında, atıf olarak kabul edilemez. Bununla birlikte II-5.1 sayılı Tebliğ m. 9/2-g hükmünde, erişilebilir ve bağımsız taraflarca hazırlanmış olması kaydıyla; Kurulca öngörülecek diğer belgelere atıf yapılabileceğini ifade edilmiştir. Bu noktada II-5.1 sayılı Tebliğ m. 9 kapsamında düzenlenen atıf ile izahnamenin hazırlanmasında yararlanılan belge ve kaynakların dipnotlarda belirtilmesi farklıdır (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 9/1). İzahnamede atıfta bulunmak suretiyle bilgiye yer verilmesi durumunda; bu bilginin kaynağının ve bu bilgiye nasıl ulaşılabileceğinin izahnamede belirtilmesi zorunludur (II-5.1. sayılı Tebliğ m. 9/3).

II-5.1 sayılı Tebliğ m. 9 bağlamındaki atıflar, izahnameye dâhildir ve bu yönüyle bir sorumluluk kaynağıdır. Atıflar vasıtasıyla verilen yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler ile atıflara referans verilerek arz edilen bilgilerle atıf yapılan orijinal kaynaklar arasındaki tutarsızlıkların, SerPK m. 10 ve 32 bağlamında sorumluluğa yol açabileceğini ifade etmek gerekir.

1.3.4. İzahnamenin Tasdiki

Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi ve borsada işlem görebilmesi; bir izahnamenin hazırlanmasına ve hazırlanan bu izahnamenin Kurul tarafından onaylanmasına bağlıdır. Bu süreç, tabîi olarak Kurul'un bir inceleme yapmasını da beraberinde getirecektir.

⁴²⁶ Benzer şekilde **Manavgat**, *Halka Arz*, 701.

1.3.4.1. Başvuru ve Kurulun İnceleme Yetkisi

İzahnamenin, Kanun ve Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmasını müteakip; gerekli diğer bilgi ve belgelerle beraber onaylanması için Kurula başvuru yapılması gerekir. Bu başvuru, Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış izahname ve gerekli diğer bilgi ve belgelerin Kurula sunulmasından itibaren, on (10) iş günü içinde Kurul tarafından karara bağlanır. İlk halka arzlarda bu süre yirmi (20) iş günüdür (SerPK m. 6/2). İzahnamenin onaylanmasına ilişkin başvuruda sunulan bilgi ve belgelerin eksik olması veya ek bilgi ve belgeye ihtiyaç duyulması hâlinde; başvuru tarihinden itibaren on iş günü içinde başvuru sahibi bilgilendirilerek, eksikliklerin Kurulca belirlenecek süre içinde giderilmesi istenir. Bu takdirde, ikinci fıkrada öngörülen süreler; söz konusu eksik veya ek bilgi ve belgelerin Kurula sunulduğu tarihten itibaren işlemeye başlar (SerPK m. 6/3). Makul sebeplerin varlığı halinde ve başvuru sahibinin talebi üzerine, Kurulca başvuru sahibine yirmi iş gününe kadar ek süre verilebilir (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 19/2)⁴²⁷.

Onay başvurusunu müteakip Kurul, izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz olup olmadığını inceleyecektir (SerPK m. 6/1). Kurul'un inceleme yetkisi, kamuyu aydınlatma ilkesinin bir tezahürü olarak sınırlı niteliktedir. 2499 sayılı Kanun'un 5'inci maddesi çerçevesinde Kurul'a tanınmış olan, halkın istismarına yol açıp açmayacağı gerekçesiyle kayda almaktan imtina edebilmek gibi sübjektif değerlendirmelere bağlı bir yetki; 6362 sayılı Kanun bağlamında söz konusu değildir.

Kurul, izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunu araştırmayacaktır. Nitekim SerPK m. 6/1'de yer alan düzenlemede, izahnamenin onaylanmasının izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunun Kurulca tekeffülü anlamına gelmeyeceği gibi; söz konusu sermaye piyasası araçları için de bir tavsiye olarak kabul edilemeyeceğini ifade edilmiştir. Kurul, izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve izahname standartlarına göre eksiksiz olup olmadığını inceleme yetkisini ve vazifesini haizdir. Bu bağlamda, inceleme yetkisinin

⁴²⁷ Kurula yapılacak başvuruda a) İzahnamenin veya ihraç belgesinin Kurul tarafından yeterli incelemeye imkân sağlamayacak derecede eksik olarak hazırlanmış olduğu sonucuna varılması, b) Kurulca onaylanacak izahname ya da ihraç belgesi kapsamındaki sermaye piyasası aracına ilişkin Kurul düzenlemelerinde belirtilen ve başvuru sırasında Kurula iletilmesi gereken bilgi ve belgelerin Kurula iletilmemesi veya eksik iletilmesi, c) Başvuruda sunulan bilgi ve belgelerdeki eksiklikler ile Kurulca talep edilen ek bilgi ve belgelerin Kurulca verilen süreler içerisinde Kurula iletilmemesi durumlarında başvuru Kurul tarafından işleminden kaldırılır (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 19/3).

şekli bir incelemeye işaret ettiği, belge ve eklerinden anlaşılacak eksiklik ve aykırılıkların tespiti için Kurul'un haricen veya bir başka şekilde araştırma yapma yetki ve vazifesinin olmadığı ifade edilebilir⁴²⁸. Haricen bir araştırma ve inceleme gerekliliği hâsıl olacaksa; bu yatırımcı tarafından yerine getirilmelidir.

Kurul'un inceleme yetkisinin yukarıda izah edildiği doğrultuda sınırlı olması, emredici hükümlere aykırı bir izahnamenin onaylanmasını sonucunu doğurmaz⁴²⁹. Emredici hükümler, hangi kanunda yer alırsa alsın, uyulması zorunlu olan ve muhataplarının bu hususta takdir yetkisinin bulunmadığı kurallardır.

1.3.4.2. Kurula Başvurunun Neticesi

Kurula yapılan başvuru neticesinde, izahnamedeki bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca hazırlanan izahname standartlarına göre eksiksiz olduğuna kanaat getirilirse; izahname Kurul tarafından onaylanır. İzahname birden fazla belgeden müteşekkilsen; izahnamenin onaylanması, her bir belgenin ayrıca onaylanmasına bağlıdır (SerPK m. 6/1). İzahnamenin onaylanması, izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunun Kurulca tekeffülü anlamına gelmeyeceği gibi; bahsi geçen sermaye piyasası araçlarına ilişkin bir tavsiye olarak da kabul edilemez.

Kurul, izahnamede yer alan bilgilerin tutarsız, anlaşılmaz ve izahname standartlarına göre eksik olduğu kanaatine varırsa; izahnamenin onaylanmamasına karar verir. II-5.1 sayılı Tebliğ m. 19/6 uyarınca, başvurunun işlemde kaldırılması hâli de ret hükmündedir⁴³⁰. Ret kararlarının muhakkak surette gerekçeli olması ve muhatabına yazılı olarak bildirilmesi gerekir (SerPK m. 6/4 ve II-5.1 sayılı Tebliğ m. 22/4).

⁴²⁸ 2499 sayılı Kanun'un 5'inci maddesinin ilk hâli, Kurul'u izahnamede açıklanan bilgilerin doğruluğunu da inceleme konusu yapacağını ifade etmekteydi. Tabii olarak, bilgilerin doğruluğunun her zaman evrak üzerinden anlaşılabilmesi mümkün olmamaktadır, bu nedenle Kurul tarafından görevlendirilen kimselerin gerektiğinde somut araştırmalar yapabilecekleri ifade edilmişti. Bkz. **Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma*, 151. Bu bağlamda ulaşılan zaruri netice, esasında Kurul'un izahnamedeki bilgilerin doğruluğunu tekeffül etmesinin yerindeliliğine dair bir kanaat oluşturabilecek niteliktedir. Kamu otoritesinin, izahnameden sorumlu olacak kimselerin verdiği bilgilerin doğruluğunu tekeffül etmesi, bankacılık, finans, muhasebe, denetim gibi sahaların yanı sıra, ihracının faaliyet gösterdiği sektör hakkında da uzman personel istihdamını zorunlu kılacaktır.

⁴²⁹ **Çetin/Töremiş/Cantimur**, 27.

⁴³⁰ **Manavgat**, *Halka Arz*, 712.

Onay veya ret kararları birer idarî işlem niteliğinde olup, hâliyle idari yargı denetimine tâbidir⁴³¹. Başvuruyu onaylama yetkisi, mutlak bir yetki değildir; ret gerekçesinde belirtilen eksikliklerin giderilmesi ve aykırılıkların düzeltilmesi hâlinde veya ilerleyen süreçte tekrar yapılacak bir başvurunun kabulü pekâlâ mümkündür. Bunun gibi, Kurulun inceleme yetkisi kapsamına girmeyen bir gerekçeye istinaden, başvuruyu onaylamama yetkisi yoktur.

II-5.1 sayılı Tebliğ m. 19/4’de yer alan düzenlemede, SerPK m. 6/2’de ihdas edilen on (10) ve yirmi (20) günlük inceleme süreleri zarfında Kurulca izahnamenin onaylanması ile alâkalı bir karar alınmamış olmasının, izahnamenin onaylandığı veya onaylanmadığı anlamına gelmeyeceği ifade edilmiştir. Öngörülen inceleme süresi içinde herhangi bir karar alınmamış olmasını, bir başka ifadeyle idarenin susmasının zımnî bir ret işlemi olmadığı yönündeki Tebliğ hükmü; bu yönüyle idarenin susmak suretiyle yargısal denetimden kaçınabilmesi anlamına gelecektir⁴³². Bu nedenle, SerPK m. 6/2’de öngörülen inceleme süresinin sınırsız olmadığı; İYUK m. 10/2’de öngörülen altmış (60) günlük süre içinde Kurulun onay, ret veya başkaca bir karar almaması hâlinde, başvuru reddedilmiş sayılması ve idarî yargı yolunun açılacağı kanaatindeyiz.

1.3.5. İzahnamenin Yayımlanması ve İlânı

Sermaye Piyasası Kanunu’nun⁷nci maddesinin 1’nci fıkrasındaki düzenlemeye göre, izahname onaylandıktan sonra Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde yayımlanır; ayrıca ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi’nde ilân edilmez. İzahnamenin, uzun bir metin olduğu dikkate alınırsa, ticaret siciline tescil ve TTSG’de ilân edilmesinin masraflı olacağı gibi; işlevsel olmayacağı da açıktır. Bu nedenle, izahnamenin nerede yayımlandığının; ticaret siciline tescil ve TTSG’de ilân edileceğini hükme bağlanmıştır (SerPK m. 7/1).

İzahnamenin inceleme süresinin uzatılabilmesi amacıyla, SerPK m. 7/2’de Kurul’a izahnamenin onaylanmadan yayımlanmasına dair esasları belirleme yetkisi verilmiştir. Bu kapsamda II-5.1 sayılı Tebliğ m. 28/2 ile Kurul’a onaylanması için sunulan izahnamenin, başvuru tarihinden itibaren beş (5) iş günü içinde ihraççının internet sitesinde ve ihraççının

⁴³¹ **Manavgat**, *Halka Arz*, 712.

⁴³² **Celâl Erkut**, *İptal Davasının Konusunu Oluşturma Bakımından İdari İşlemin Kimliği*, Ankara 1990, 31.

KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP'ta ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanacağı ifade edilmiştir. Bu hâlde, taslak izahnamenin taslak niteliği ve henüz Kurulca onaylanmamış olduğu izahnamede ve şayet bir web sayfasında yayımlanıyorsa, izahnamenin bağlantı başlığında belirtilir⁴³³.

Kurul tarafından onaylanmış izahname, onaylanmasına karar verilen tarihi takip eden yirmi (20) iş günü içerisinde teslim alınmalıdır (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 22/5). Teslim alma süresinin onay kararının verildiği tarihten başladığına dikkat etmek gerekir; kanaatimizce, bu sürenin kararın başvuru sahibine bildirildiği veya tebliğ edildiği tarihten başlaması yerinde olurdu. Kurul tarafından onaylanmış izahname, teslim alınmasını takiben on beş (15) iş günü içinde ihraççının internet sitesinde, ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP'ta ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde ilân edilir (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 28/3).

İzahnamenin yayımlanmasından sonra, satış başlamadan veya satış sürecinde, yatırımcıların yatırım kararını etkilemesi muhtemel değişikliklerin veya yeni hususların ortaya çıkması hâlinde; bu durum ihraççı veya halka arz eden tarafından en uygun haberleşme vasıtasıyla derhâl Kurul'a bildirilmelidir (SerPK m. 8/1). Değişiklikler veya ortaya çıkan yeni hususlar, 7 (yedi) iş günü içinde, SerPK m. 6 ve 7 hükümlerine göre onaylanacak ve ilan edilecektir. Bu ilanda izahnamenin son hâlinin yanı sıra, izahnamenin değişiklik ya da ekleme yapılan kısımlarının eski ve yeni şekline ilişkin karşılaştırma imkânı tanıyacak bilgilere de yer verilir. İzahnamenin asıl metninde yapılan değişiklik, özet kısmında da değişiklik yapılmasını gerektiriyorsa ve özeti bir bütün olarak yeniden yayımlanması hâlinde, özette yapılan değişikliklerin kolayca fark edilebilmesi için değişiklik yapılan kısmın diğer kısımlardan daha dikkat çekici bir şekilde sunulması gerekir (.II-5.1 Sayılı Tebliğ m. 24/3).

İzahnamede yapılan değişikliklerin ve eklemelerin yayımlanmasından itibaren, daha önce alım talebinde bulunmuş olan yatırımcılar iki (2) iş günü içinde taleplerini geri alma

⁴³³ Şirketlerin web sayfalarında "izahname" ilişiminin (linkinin) içeriğinde onaylanmamış (taslak) izahnamenin yer aldığı, onaylanmış izahnamenin ise "izahname (onaylanmış)" ilişiminin içeriğinde verildiği görülmektedir. Bu uygulama yanıltıcı olmaya müsaittir. Onaylanmış izahname metni "izahname" ilişiminin içeriğinde, taslak izahname metni ise taslak yahut henüz onaylanmadığı ilişim başlığından anlaşılan ayrıca bir ilişim içeriğinde verilmelidir.

hakkını haizdir (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 24/4)⁴³⁴. Alım talebinin geri alınabilmesi için gerekli bildirimde herhangi bir şekil şartına ihtiyaç yoktur; en uygun haberleşme vasıtası ile bu gerçekleştirilebilir. Bununla birlikte talebin geri alınabilmesi için öngörölmüş iki (2) iş günü süre kanaatimizce yeterli değildir; nitekim incelenerek yeniden değerlendirilmesi gereken hususların, kapsam ve nitelik açısından iki (2) iş günü sürecek bir incelemeyi aşması muhtemeldir. Nitekim Tebliğ'in m. 24/2 hükmündeki düzenlemeye göre, bu iki (2) günlük sürenin ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından daha uzun bir süre olarak belirlenebileceği de ifade edilmiştir.

İzahnamenin geçerlilik süresi içerisinde yapılacak halka arzlarda yetkili kuruluşun değişmesi durumunda; daha önce Kurulca onaylanan ihraççı bilgi dokümanının ya da izahnamenin yeni yetkili kuruluş tarafından imzalanması ve önceki ihraççı bilgi dokümanı ya da izahnamenin ilân edildiği şekilde ilân edilmesi şarttır (II-5.1 Sayılı Tebliğ m. 7/4).

1.3.6. İzahnamenin Geçerlilik Süresi

İzahname, içeriği ve niteliği itibariyle teknik, ayrıntılı ve geniş kapsamlı bir kamuyu aydınlatma belgesidir. Bu yönüyle, hazırlanması ve onaylanması meşakkatli bir süreci ifade ettiği gibi; oldukça da maliyetlidir⁴³⁵. Bu maliyetin asgarîye indirilmesi, her ihraçta onay, tescil ve ilân fasıllarının yeniden işletilerek zaman kaybının önlenmesi amacıyla; izahname için bir geçerlilik süresi öngörölmüştür. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 9'uncu maddesinde yer alan düzenlemeye göre; izahnamenin yayımlandığı tarihten itibaren on iki (12) ay boyunca gerçekleşecek ihraçlar için söz konusu olan bu uygulama, ihraç süreçlerinin hızlandırılması, ihraççılara esneklik sağlanması ve piyasanın daha etkin ve verimli çalışmasını beraberinde getirecektir.

İzahnamenin bu on iki (12) aylık süre içinde güncelliğini yitirmesi hâlinde, tamamının değil; yapılacak ekleme ve değişikliklerin, izahnamenin onaylanması ve ilânına dair SerPK m. 6 ve 7 hükümleri uyarınca onaylanması ve ilânı yeterli olacaktır.

⁴³⁴ İcap beyanında gerçekleşen esaslı unsurlara ilişkin değişikliklerin yeni bir icaba sebebiyet vereceği ve sözleşmenin tamam olması için yeni bir kabul beyanına ihtiyaç olduğun aşikârdır. Bkz. Birinci Kısım 1.3.7 numaralı başlık.

⁴³⁵ **Manavgat**, *Halka Arz*, 709.

İzahnamenin birden fazla belgeden müteşekkil olması hâlinde; izahnamenin geçerlilik süresi Kurulca onaylanan ihraççı bilgi dokümanının ilk yayım tarihinde başlar ve sermaye piyasası aracı notu ile özetin geçerlilik süresi, ihraççı bilgi dokümanının geçerlilik süresini geçemez (II-5.1. sayılı Tebliğ m. 17/1). Birden fazla belgeden müteşekkil izahnamede, Kurul tarafından daha önce onaylanan ihraççı bilgi dokümanının geçerlilik süresi boyunca yapılacak halka arzlarda, bu belgede herhangi bir değişikliğe ihtiyaç duyulmadığı hâllerde, ihraççı veya halka arz eden Kurul'a yazılı bir beyanda bulunmalıdır (II-5.1 sayılı Tebliği m. 17/3).

İzahname, II-5.1 sayılı Tebliğ m. 22/5 ve 28/3 hükümleri çerçevesinde tespit edilmiş süre içinde çeşitli vasıtalarla ilan edilebilir. Geçerlilik süresinin, bu farklı vasıtalarla yapılan ilanların hangisinden başlayacağı; mezkûr tebliğin 28/5 hükmünde açıklanmıştır. Buna göre izahnamenin geçerlilik süresi, ihraççının KAP üyeliği bulunması hâlinde öncelikle KAP'ta ilan edildiği tarihte; ihraççının KAP üyeliği yoksa ihraççının internet sitesinde ilân edildiği tarihte başlayacaktır.

1.3.7. İzahnamenin Hukukî Niteliği

İzahnamenin hukuki niteliğinin, icap (öneri) veya icaba davet (öneriye davet) olduğu noktasında, öğretide iki temel görüş savunulmuştur⁴³⁶. Bu görüşlerden herhangi birini kabul etmenin ortaya çıkardığı hukukî sonuçlara dair ise, fevkalade bir farktan bahsedilmemiştir. Çalışmanın bu kısmı, izahnamenin hukukî niteliğine dair kanaatlerimizden müteşekkildir.

İzahnamenin, icap veya icaba davet niteliğinde bir belge olduğu yönündeki görüşler; ihraççı veya halka arz edenin, yatırımcının sermaye piyasası aracını alım talebini kabul etme yükümlülüğü ve imkânı ile izahnamede sözleşmenin esaslı unsurlarının tamamının yer alıp almadığı hususlarına dair incelemeler neticesinde şekillenmiştir.

İzahnamenin icaba davet niteliğinde olduğunu savunan bazı müellifler, yatırımcıların toplam alım talebinin, halka arz edilen toplam sermaye piyasası aracından daha fazla olması hâlinde, karşılanamayan taleplerin söz konusu olacağını; hâliyle

⁴³⁶ İzahnamenin hukukî niteliği gibi, halka arz kavramının da hukukî niteliği öğretide tartışma konusu olmuştur. Bu iki müessese bir arada vuku bulacağı ve bir arada değerlendirileceği için, kanaatimizce halka arzın hukukî niteliğine dair tartışmaları da bu bapta ele almak mümkündür.

sözleşmenin kurulmasının bu hâlde mümkün olamayacağını ifade etmişlerdir⁴³⁷. *Mutlu Uşaklı* da benzer şekilde, halka arzın icap niteliği kabul edilirse; özellikle halka arzın yarım kalması ihtimalinde, ihraççı veya pay sahibinin sorumluluğunun sözleşme sorumluluğu olarak değerlendirileceğini ve bunun da, bu kimselerin sorumluluğunu hakkaniyete aykırı olarak genişleteceğini savunmuştur⁴³⁸. *Somer* de, anonim şirketlerin tedrici kuruluşu müessesesi bakımından; 6762 sayılı TTK m. 281'deki izahname tanımının, sözleşmenin kurulması için lazım gelen tüm unsurları ihtiva etmediği için bir icap olarak kabul edilemeyeceği kanaatindedir⁴³⁹.

Köndgen de, izahnamenin icaba davet mahiyetinde olduğunu ifade etmekle birlikte; ikinci bir bileşen olarak, kendini bağlama niyetini içeren bir kalite vaadinden bahseder⁴⁴⁰.

Somer, 6762 sayılı TTK m. 281 çerçevesinde, kapalı anonim şirketler bakımından izahnamenin icaba davet niteliğine işaret etmekle birlikte; halka açık anonim ortaklıklarda, halka arz safhasında söz konusu olan izahnamenin ise icap niteliğinde olduğunu ifade etmiştir. Müellif, sermaye piyasası mevzuatının amacı olarak ifade edilen; mülkiyetin tabana yayılması, şirketlerin halka açılmasının kolaylaştırılması, sermaye piyasası araçlarının azami bir şekilde dağılması ve en küçük tasarruf sahiplerine kadar ulaşması gibi hususlar bakımından, izahnamenin icap olarak nitelendirilmesinin bir zorunluluk olduğunu ifade etmiştir⁴⁴¹. Bunun gibi *Arı* da, 6762 sayılı TTK m. 281'de yapılan tanımdan yola çıkarak izahnamenin, sözleşmenin kurulması için gerekli tüm unsurları içermediğinden bahisle icaba davet olarak nitelendirilebilecekken; SerPK ve Kurul'un tebliğlerinde yer alan düzenlemeler neticesinde, sözleşmenin kurulması için gerekli tüm unsurların

⁴³⁷ **Ayoğlu**, 84; **Mutlu Uşaklı**, 66; **Buket Çatakoğlu**, “*Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk*”, Kastamonu Ü. İİBF Dergisi, Sayı 11, (2016), 120. *Ayoğlu* ve *Mutlu Uşaklı* tarafından bu görüşün ileri sürüldüğü tarihte 6362 sayılı Kanun'un yürürlükte olmadığını hatırlatmakla beraber, bu mesele ile alakalı 6362 sayılı Kanun ile beraber esaslı bir değişiklik olmadığını ifade etmek gerekir.

⁴³⁸ **Mutlu Uşaklı**, 66. İzahnamenin veya halka arzın icaba davet niteliği hakkındaki diğer görüşler için bkz. **Yavuz-Sevinç Akbulak**, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, 2004, 81; **Ünal**, *Tahviller*, 41; **Ansay**, 65; **Hırş**, 256; **Haarman**, 45. Bununla birlikte şu hususu hatırlatmak gerekir: İzahnamenin icaba davet niteliği ile alakalı görüşlerin bir iki istisna dışında tamamı 6362 sayılı SerPK yürürlüğe girmeden önce ve anonim şirketlerin tedrici kuruluşu başlığı altındaki 6762 sayılı TTK m. 281'deki izahname tanımından yola çıkılarak serdedilmiştir.

⁴³⁹ **Somer**, 17. 6762 sayılı TTK m. 281 bağlamında, izahnamenin icaba davet niteliğine dair diğer görüşler için bkz. **Domanıç**, 262-263; **İmregün**, 72. **Arslanlı**, *Anonim Şirketler I*, 52.

⁴⁴⁰ **Köndgen**, 19.

⁴⁴¹ **Somer**, 95. Aynı yönde bkz. Zekeriya **Arı**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu, Yüksek Lisans Tezi, Cumhuriyet Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas 1992, 57-58; **İhtiyar**, 122 ve dn. 16. Müelliflerin kanaatlerini dayandırdığı mülga 2499 sayılı SerPK m. 7/5 hükmü ile mer'i 6362 sayılı SerPK m. 12/4 hükmü aynı doğrultudadır.

izahnamede yer alması öngörüldüğünden, izahnamenin icap niteliğinde olduğunu ifade etmiştir⁴⁴².

Manavgat, halka arz müessesesi etrafında yaptığı izahatta; halka arzda kullanılan satış yöntemine göre halka arzın icap veya icaba davet niteliğini haiz olabileceğini ifade etmiştir. Müellifin bu tespitindeki belirleyici nokta, sözleşmenin esaslı unsurlarından olan fiyatın halka arz eden veya yatırımcı tarafından belirlenmesidir. Buna göre, talep toplama yöntemiyle halka arzlarda, fiyat yatırımcılardan teklif almak suretiyle belirlenecekse; halka arz edenin fiyat teklif talebinin, dolayısıyla halka arz ve izahnamenin icaba davet niteliğinde olduğu ifade edilmiştir⁴⁴³.

Sözleşme, âkid tarafların karşılıklı ve birbirlerine uygun irade beyanları ile kurulur. Bu beyanlardan zaman bakımından önce olanına icap denir⁴⁴⁴. İzahnamenin icap veya icaba davet niteliği irdelenirken; icabın sözleşmenin kurulması için lâzım gelen tüm hususları ihtiva etmesi gerektiği⁴⁴⁵, mucibin beyanıyla bağlılığı⁴⁴⁶ ve sermaye piyasası mevzuatının amaçları değerlendirme konusu yapılmıştır. Biz de bu değerlendirmelere menfi yahut müspet mahiyetli atıflarda bulunarak; kanaatimizi açıklamaya çalışacağız.

Bir sermaye piyasası aracının satışını konu alan izahname, bu satış sözleşmesine dair esaslı tüm unsurları ihtiva etmektedir. Öğretide, 6762 sayılı TTK m. 281 hükmünün bu şartı sağlamakta yeterli olmadığına dair görüşlerin geçerliliği, merî mevzuat bakımından artık söz konusu değildir. Bu bağlamda, daha önce de izah edildiği gibi⁴⁴⁷; izahnamenin içeriği, SerPK, Kurul tebliğleri ve Kurulca hazırlanan izahname standartları çerçevesinde son derece ayrıntılı olarak tespit edilmiştir. Bununla birlikte sözleşmenin esaslı unsurlarından biri olan satış bedeli ile alâkalı olarak; *Manavgat* tarafından serdedilen, fiyat

⁴⁴² **Arı**, 57. İzahnamenin, ilgili taraflar arasındaki sözleşmenin hükümlerini oluşturduğu yönünde bkz. **İmregün**, 411; **Ünal**, *KİS*, 79.

⁴⁴³ **Manavgat**, *Halka Arz*, 600. Halka arzda üç temel satış yöntemi vardır: Talep toplama yoluyla satış, talep toplamaksızın satış ve borsada satış (II-5.2 sayılı Tebliğ m. 13). Talep toplama yöntemiyle satış, sabit fiyatla talep toplama, fiyat aralığıyla talep toplama ve fiyat teklifi almak suretiyle talep toplama yöntemiyle yapılabilir. Bu usullerden sabit fiyatla ve fiyat aralığıyla talep toplama usulünde sözleşmenin esaslı unsurlarından olan fiyatın izahnamede yer alacağı hususunda bir tartışma yoktur. Satış usullerine dair ayrıntılı bilgi için bkz. **Manavgat**, *Halka Arz*, 723 vd.; **Gökalp**, 99 vd.

⁴⁴⁴ **Turhan Esener**, *Borçlar Hukuku I*, Ankara 1969, 40; **Ali Naim İnan**, *Borçlar Hukuku*, Ankara 1971, 128; **Eren**, 244; **Andreas B. Schwarz**, *Borçlar Hukuku Dersleri I (Çev. Bülent Davran)*, İstanbul 1948, 208; **Kemal Oğuzman/ Turgut Öz**, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C. I*, 6098 Sayılı Yeni Türk Borçlar Kanunu'na Göre Güncellenip, Genişletilmiş 10. Bası, İstanbul 2012, 51.

⁴⁴⁵ **Esener**, 43; **Eren**, 245; **İnan**, 129; **Schwarz**, 209.

⁴⁴⁶ **Esener**, 43; **Eren**, 246; **İnan**, 130; **Köndgen**, 13.

⁴⁴⁷ Bkz. Birinci Kısım 1.3.3.2 numaralı başlık.

teklifi almak suretiyle talep toplama yönteminde, satış bedelinin yatırımcılar tarafından belirleneceği ve bu nedenle bu tarz halka arzlara bağlı izahnamelerin icaba davet niteliğinde olduğu görüşünü ayrıca değerlendirmek gerekir. II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m. 14/6'da, fiyat teklifi olarak talebin nasıl toplanacağı; m. 21'de ise bu usulde dağıtımın ne şekilde yapılacağı düzenlenmiştir. Buna göre, birikimli olarak en fazla sermaye piyasası aracının satılacağı fiyat, satış fiyatı olarak tespit edilir. Bir başka ifadeyle, fiyat teklifi almak suretiyle talep toplama yönteminde, satış fiyatı belirli olmamakla beraber; fiyatın nasıl belirleneceği mevzuatta tafsilatlı bir şekilde düzenlenmiştir. Bu izahat dairesinde, izahnamelerde sözleşmenin esaslı unsurlarının tamam olduğu; sadece bir hesaplama faaliyetinin gerektiği kanaatini taşımaktayız⁴⁴⁸.

Yatırımcıların toplam alım talebinin halka arz edilen sermaye piyasası aracından fazla olması nedeniyle, bazı taleplerin karşılanamayabileceği; bu nedenle, izahnamenin icap olarak nitelendirilemeyeceği görüşüne katılmıyoruz. İzahnamede, halka arz edilen veya borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının sayısı kayıtlıdır. Bu, alım taleplerinin ancak sermaye piyasası aracı stokları ile sınırlı olduğuna dair bir açıklama mahiyetindedir⁴⁴⁹.

Bir irade beyanının, icap mı yoksa icaba davet mi olduğu hususunda şüphe varit ise; beyan sahibinin amacını ve durumunu irdelemek gerekir. Bu noktada, beyanda bulunan acaba bir bağlanma iradesi göstermiş midir? Beyan sahibi, beyanıyla bir bağlanma iradesi göstermiş ve kurulmasını arzu ettiği sözleşmenin esaslı unsurlarına dair son sözünü söylemiş ise, bu bir icaptır; yok eğer salt üçüncü kişileri haberdar etmek amacıyla ise icaba davettir⁴⁵⁰. İzahname söz konusu ise şayet, burada kuvvetli bir bağlanma iradesi olduğunu ifade etmek gerekir. Öyle ki bu iradenin teşekkülünde; kamu otoritesi, aracı kuruluşlar, denetim şirketleri gibi ciddi tüzel kişilerin katkısı vardır. Bu yönüyle izahname, bir haberdar etme faaliyetinden çok daha öte bir anlam taşır. Bu bakımdan, kanaatimiz odur ki, izahnamenin icap mahiyetinde olduğunun kabulü gerekir.

⁴⁴⁸ Benzer bir yaklaşım için bkz. **Eren**, 245 ve dn. 61.

⁴⁴⁹ Bu hâlde halka arz edenin, işin özelliği ya da durumun gereği bağlanma niyetinde olmadığı ve bu nedenle satılacak malın miktar bakımından sınırlı olmasının TBK m. 8/1'de ifade edilen bağlayıcı olmayan icabın bir örneği olabileceği ifade edilmiştir. Bkz. **Eren**, 248 ve dn. 70.

⁴⁵⁰ **Esener**, 42; **İnan**, 131; **Schwarz**, 210.

İcap beyanının bağlayıcı niteliğinin iki mühim sonucu vardır: Birincisi, mucibin artık karşı tarafın sözleşmeyi kurmasına engel olamaması; ikincisi ise kabul beyanı ile sözleşmenin kurulmasıdır⁴⁵¹. Bu hâlde, izahnamenin bir icaba davet niteliğinde olduğu kabul edilecek olur ise şayet; halka arz edenin, icap niteliğinde olan yatırımcının alım talebini kabul etmeme hakkını haiz olduğu ifade edilmek zorundadır. Mevzuatta, halka arz edenin vazgeçmesine dair herhangi bir yasaklayıcı hüküm mevcut değildir; nitekim uygulamada özellikle alım talebinin sınırlı kalması nedeniyle, halka arzların iptal edilmesiyle karşılaşmaktadır. Kurul tarafından hazırlanan izahname standartlarına göre, halka arzın ne zaman ve hangi şartlar altında iptal edilebileceği veya ertelenebileceği; satış başladıktan sonra iptalin mümkün olup olmadığına dair açıklamalar izahnamede yer alacaktır. İzahnamede bu minvalde bir hususun yer alması, TBK m. 8/1’de ifadesini bulan “bağlayıcı olmayan öneri” müessesesine karşılık gelir. Buna göre mucip, beyanı ile bağlı olmama hakkını açıkça saklı tutarsa veya işin özelliğinden ya da durumun gereğinden, bağlanma niyetinde olmadığı anlaşılırsa, icabı kendisini bağlamaz.

İzahnamenin icap niteliğinde olduğunun kabulü, yatırımcının alım talebinin bir kabul beyanı niteliğinde olduğu ve bu beyanla sözleşmenin kurulmuş olacağı neticesini tevhit eder. Kural olarak, kabul beyanında bulunan taraf “evet” dediği vakit, sözleşme kurulmaktadır⁴⁵². Halka arzda, yatırımcının arzu ettiği miktarda sermaye piyasası aracını, izahnamede bildirilen fiyattan, fiyat aralığından ya da asgarî fiyat üzerinde kendisinin teklif edeceği fiyattan satın alacağına dair beyanıyla sözleşme tamam olur ve beyan mucibin hâkimiyet sahasına girdiği vakit sözleşme kurulur.

⁴⁵¹ Oğuzman/Öz, 58.

⁴⁵² Esener, 43.



İKİNCİ KISIM

SORUMLULUĞA DAİR ESASLAR

2.1. Mukayeseli Hukuk Bakımından Müesseseye Genel Bakış

Yatırımcının korunması ve kamuyu aydınlatma ilkeleri; bunlara dair yükümlülüklerin ihlâlîne, cezaî, idarî ve hukukî birtakım müeyyidelerin bağlanması ile işlevsel ve etkin bir hâle gelebilecektir. Bu bakımdan, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan hukukî sorumluluk; modern sermaye piyasalarında uygulanmış ve düzenlenmiş bir tazmin rejimidir. İzahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilendirme nedeniyle ortaya çıkan zararın tespit ve tazminine dair izahattan önce; müessesenin bazı yabancı ülke hukuklarında hangi esaslar dairesinde düzenlendiğine kısaca değinmek yerinde olacaktır.

2.1.1. Amerika Birleşik Devletleri

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda izahnameden doğan sorumluluk, farklı kanunî ve idarî düzenlemeler ile içtihat hukuku tarafından şekillendirilmiş bir rejim olarak tezahür eder. Bu, ilk bakışta karmaşık ve kaotik bir görünüm arz etse; uygulama esasları büyük ölçüde tespit edilmiştir. Bu esasların aslî hukukî mesnedi, kayıt bildiriminde (*registration statement*)⁴⁵³ yer alan hukuka aykırı bilgilerden doğan sorumluluğun düzenlendiği, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun 11'inci maddesidir (*The Securities Act of 1933 Sec. 11*).

İzahnameden doğan hukukî sorumluluğun izafe edilebileceği kimseler, öncelikle kayıt bildirimini imzalayanlardır (m. 11). Kayıt bildirimini kimleri imzalayacağı ise, Kanun'un 6'ncı maddesinde sayılmıştır. Buna göre; ihraççı, üst düzey idarî ve malî yöneticiler, malî baş denetçi yahut muhasebeci, yönetim kurulu üyeleri veya benzeri vazifeleri icra eden kimselerin kayıt bildirimini imzalayacağı ifade edilmiştir. Bunun yanı sıra, kayıt bildirimini imzalayıp imzalamadığına bakılmaksızın; kayıt bildiriminin SEC'e teslim edildiği esnada pay sahibi, yönetici yahut benzeri bir vazife üstleneceği kaydedilen

⁴⁵³ Kayıt bildirimini (*registration statement*); birisi izahname, diğeri ise yatırımcılardan ziyade SEC'e sunulan ilave bilgi ve belgelerden müteşekkil olmak üzere iki kısımdan oluşur. Bununla birlikte literatürde, ekseriyetle kayıt bildirimini ve izahname aynı nazari ve tatbiki esaslara istinat eder.

kimseler ile kayıt bildiriminin belirli bir kısmının hazırlanması yahut tasdiki ile alâkalı olarak izahnameden isminin zikredilmesine onay veren muhasebeci ve mühendis gibi uzmanlar ve aracı kuruluşlar da, 11'inci maddeye istinaden sorumlu tutulabileceklerdir. Bununla birlikte denetçi, muhasebeci ve uzmanların sorumluluğu, sadece hazırladıkları veya tasdik ettikleri kısımlardaki hukuka aykırı bilgilerle sınırlı olacaktır⁴⁵⁴.

1933 tarihli Kanun'un 11'inci maddesinde, sorumluluğun izafe edileceği kimseler için bir tür sorumluluk skalası öngörülmüştür. Düzenlemede ihraççının yanı sıra; CEO (*icra kurulu başkanı*), CFO (*malî işler yönetici*), CAO (*idari işler yöneticisi*) gibi yöneticiler, uzmanlar (muhasebeciler, mühendisler vs.) ve aracı kuruluşların sorumluluğu da düzenlenmiştir⁴⁵⁵.

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda izahnameden doğan sorumluluğun söz konusu olabilmesi için; izahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerin *material* (*esaslı/önemli*) nitelikte olması gerekir. Bilginin esaslı olması noktasında, kanunda herhangi bir kesin kıstas öngörülmemiştir; kavram, daha ziyade içtihat ve doktrinde açıklanmaya çalışılmıştır. Esaslı bilgi, gereği gibi açıklansaydı; ortalama ve tedbirli bir yatırımcıyı sermaye piyasası işlemi yapmaktan vazgeçirecek mahiyetteki bilgi olarak tanımlanmıştır⁴⁵⁶. Yüksek Mahkeme de esaslı bilgiyi, doğru, tam ve gereği gibi açıklandığı vakit; yatırımcının toplam genel (*total mix*) algısını değiştirme ihtimali olan bilgi olarak tarif etmiştir⁴⁵⁷. Fakat ilaveten, bir bilginin esaslı olup olmadığına dair genelgeçer bir kıstas olmadığına; her somut olay dairesinde bu hususun ayrıca değerlendirilmesi gerektiğine işaret edilmiştir⁴⁵⁸. Mesela Yüksek Mahkeme bir kararında, hukuka aykırı bilgilerin, şirketin gelirlerine dair sadece % 3 ilâ 9 oranında bir yanıltıcılık payı içerdiği gerekçesiyle; bu bilgilerdeki hukuka aykırılığın esaslı olmadığını kabul etmiştir⁴⁵⁹.

⁴⁵⁴ **Allan Horwich**, “Section 11 of the Securities Act: The Cornerstone Needs Some Tuckpointing”, *The Business Lawyer*; 58 (1), (2002), 8.

⁴⁵⁵ İzahnamenin hazırlanmasına katkıda bulunan veya belirli bir kısmını tasdik eden uzmanlar ve aracı kuruluşların sorumluluğu, *gatekeeper* teorisine istinat eder. *Gatekeeper*, ihraççıyı izlemek; halka arz da dâhil olmak üzere ihraççı faaliyetlerinin sermaye piyasası mevzuatına uygunluğunu sağlamakla görevli ikincil aktörler olarak ifade edilebilir. Bkz. **Carsten Gerner-Beuerle**, “The Market For Securities And Its Regulation Through Gatekeepers”, *Temple International and Comparative Law Journal*, 23 (2), (2009), 333-334.

⁴⁵⁶ **John R. Allison**, “Section 11 of The Securities Act - A Proposal For Allocating Liability” [Comments], *Washington Law Review*, Vol. 45 (95), (1970), 108.

⁴⁵⁷ *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 448 (1976).

⁴⁵⁸ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 239 (1988).

⁴⁵⁹ *Glassman v. Computervision Corp.*, 90 F.3d 617, 633 n.26 (1st Cir. 1996).

Kayıt bildirimindeki hukuka aykırı bilgilendirmeden doğan sorumluluk, kural olarak bir kusur sorumluluğudur. Muhtemel sorumlular, müteselsil ve kusurları oranında sorumludur (U.S.C. § 77k(f)(1)⁴⁶⁰. Bu bağlamda kusurun, kast seviyesinde olmasına da gerek yoktur; hafif kusur da sorumluluğa yol açabilecektir⁴⁶¹. Buna mukabil kusur sorumluluğu esaslı, ihraççı için cârî değildir. İhraççı, kayıt bildiriminde yer alan hukuka aykırı bilgilendirmeden kaynaklanan zararlardan dolayı kusursuz olarak sorumludur; bu bakımdan kusura dair herhangi bir kurtuluş kanıtı getirmek suretiyle sorumluluktan kurtulması mümkün değildir⁴⁶². Ve fakat davacının, izahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirmeden haberdar olması, hukuka aykırı bilginin esaslı mahiyette olmaması, illiyet bağının yokluğu veya zamanaşımı süresinin dolması; ihraççıyı sorumluluktan kurtaracaktır⁴⁶³.

1933 tarihli Kanun'un 11'inci maddesinde yer alan düzenlemede; kayıt bildirimindeki hukuka aykırı bilgilendirme ile yatırımcının menkul kıymetleri satın alma işlemi arasında bir nedenselliğin varlığı şarttır. Bunun yanı sıra, hukuka aykırı bilgilendirme ile yatırımcının uğradığı zarar arasında da bir nedensellik bağı aranmaktadır. Hukuka aykırı bilgilendirme ile zarar arasındaki bağlantının ispat edilebilmesi, sermaye piyasasının gerçekleri karşısında son derece güçtür; bu bakımdan genel kabule göre, zarar gören yatırımcının illiyet bağına ispat yükü söz konusu değildir⁴⁶⁴. Buna mukabil, açıklamadaki hukuka aykırılık ile zarar arasında illiyet bağının olmadığına ispatı mümkündür.

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda, muhtemel sorumluların savunma ve kurtuluş imkânları ile alâkalı olarak önemli düzenlemeler yapılmış ve içtihatlar geliştirilmiştir. Evvelâ, izahnamedeki hukuka aykırı bilgilerin esaslı olmaması hâlinin; hem ihraççı, hem de diğer tüm sorumlular için bir savunma imkânı sağladığını ifade etmek gerekir. Bir diğer savunma imkânı da, Menkul Kıymet Davaları Reform Yasası (*The Private Securities Litigation Reform Act of 1995 - PSLRA*) ile yapılan bir değişiklikle (U.S.C. § 77z-2) ile geleceğe yönelik tahmin ve öngörüler içeren beyanlarla alâkalı olarak;

⁴⁶⁰ Horwich, 13.

⁴⁶¹ Horwich, 10; Hazen, 64.

⁴⁶² Paul C. Curnin/Christine M. Ford, "The Critical Issue of Standing Under Section 11 of the Securities Act of 1933", Fordham Journal of Corporate & Financial Law, 6 (1), (2000), 157; Gerner-Beuerle, 334.

⁴⁶³ Horwich, 10; Hazen, 64.

⁴⁶⁴ Hazen, 64; Allison, 106.

bespeaks-caution doktrini çerçevesinde ihdas edilmiştir. Buna göre, yeteri kadar anlaşılır ve somut uyarıcı ifadelerin izahnamede yer alması hâlinde; söz konusu açıklamada herhangi bir esaslı hukuka aykırı bilgilendirmenin olmadığı kabul edilmelidir⁴⁶⁵.

İhraççı dışındaki muhtemel sorumlular, lâzım olan itina ve ihtimamı gösterdiklerini ispat edebildikleri vakit; sorumluluktan kurtulabileceklerdir (*due dilligence defence*)⁴⁶⁶. Lazım olan itina ve ihtimamın gösterilmesi; izahnamede yer alan bilgilerin hukuka uygunluğu ile alâkalı olarak mâkûl bir araştırma yaptıkları, yaptıkları bu araştırmanın neticesinde yapılan bilgilendirmenin gereği gibi olduğu yönünde, kendilerinde hâsıl olan haklı bir kanaatin varlığı ile ortaya konulabilecektir. İzahnamenin bir uzman tarafından hazırlanmış veya tasdik edilmiş kısımları için, açıklamanın gerçek dışı olduğunu ya da eksiklikler içerdiğini kabul etmek için mâkûl bir sebep bulunmadığını; diğer kısımlar için ise, arz edilen açıklamaların doğru ve tam olduğuna inanmak için haklı ve mâkûl sebepleri olduğunun ispat edilmesi suretiyle, ilgililerin sorumluluktan kurtulması mümkündür. [(U.S.C. § 77k(b)(3)(C)]. Kısacası, bir uzmanın yetki sahasına giren hususlarda; diğer muhtemel sorumluların araştırma yükümlülüğünün oldukça sınırlı olduğu ifade edilebilir⁴⁶⁷.

Bu noktada, 1933 tarihli Kanun'un 11'inci maddesinde, özen yükümlülüğü subjektif olarak ele alınır; sorumluluğu söz konusu olan kimsenin kendi malvarlığını yönetirken gösterdiği özen ve ihtiyatı göstermesi beklenir⁴⁶⁸. Bu standardın subjektifleştirilmesi, şüphesiz ki mahkeme tarafından gerçekleştirilecektir. Mesela, icra vazifesi olmayan bir yönetim kurulu üyesi, araştırma ve özen yükümlülüğü bakımından; icracı bir yönetim kurulu üyesine nazaran daha düşük bir standarda tâbi olacaktır⁴⁶⁹. Bu tespit yapılırken, davalının bilgi ve tecrübesi, ihraççı veya iştiraklerindeki pozisyon ve görevi, kayıt bildiriminin hazırlanması sürecine olan katkısı da dikkate alınacaktır⁴⁷⁰.

Lâzım gelen özeni gösterdiklerine dair savunma imkânı (*due dilligence defence*), aracı kuruluşlar bakımından da mühim ve hatta aslî kurtuluş imkânlarından biridir.

⁴⁶⁵ Bu yönde bir karar için bkz. In re Donald J. Trump Sec. Litig., 7 F.3d 357, 372–73 (3d Cir. 1993).

⁴⁶⁶ **Horwich**, 10.

⁴⁶⁷ Aynı yönde **Allison**, 112.

⁴⁶⁸ **Hazen**, 65; **Olga Skripova**, Civil Liability as an Enforcement Tool of Securities Underwriter Gatekeeping Duty, 2002, 171. ve bkz. (U.S.C. § 77k(c)).

⁴⁶⁹ Laven v. Flanagan, 695 F. Supp. 800, 812 (D.N.J. 1988).

⁴⁷⁰ **Hazen**, 65.

Bununla birlikte şunu ifade edilmelidir ki; aracı kuruluşlar, sadece ihraççının beyanlarına ve ihraççıların arz ettiği belgelere güvendiklerini belirtmek suretiyle sorumluluktan kaçınamazlar⁴⁷¹. *BarChris*⁴⁷² kararında, izahnamenin ve kayıt bildiriminin hazırlanması esnasında, aracı kuruluşun her ne kadar ihraççı ile bir araya gelmiş ve yapılan görüşmelerde, bilgilendirmelerdeki olası hata ve yanlışlıklar üzerinde durulmuş olsa da; ihraççı tarafından arz edilen bilgilerin aracı kuruluş tarafından araştırılmamış ve doğrulanmamış olduğu ve nihai olarak ihraççının beyanları esas alınmış olduğu için aracı kuruluşun due dilligence savunması kabul edilmemiştir⁴⁷³.

Due dilligence savunması dışındaki bir diğer savunma imkânı da, bir tür pişmanlık, gönüllü vazgeçme ve bilgi verme esasına dayalı “*Whistle Blowing Defence*” uygulamasıdır (Sec. 11(b) 1-2). Buna göre, muhtemel sorumlulardan bir kimse, kayıt bildirimini yürürlük tarihinden önce istifa etmesi ve istifasını SEC’e ve ihraççıya, sorumluluğu kabul etmediğini ifade ettiği bir beyanlar bildirmesi veya hukuka aykırı bilgilendirme içeren kısımların kendi bilgisi haricinde yürürlüğe girdiğini fark ettikten hemen sonra keyfiyeti SEC’e bildirmesi ve kamuya açıklamada bulunması hâlinde, sorumluluktan kurtulabilecektir.

Kayıt bildiriminde yer alan hukuka aykırı bilgilendirmenin yol açtığı zararın, tazmin ve telafisine dair, 11’inci maddede ayrıntılı düzenlemeler yer almıştır. Sorumluluk davasının açıldığı tarihte, menkul kıymet hâlen davacının elinde ise; menkul kıymetin satın alındığı fiyat ile menkul kıymetin davanın açıldığı tarihteki fiyatı arasındaki fark zararı oluşturacaktır. Dava sürerken, davanın açıldığı tarihteki fiyat üzerinden güncelleme yapılması da mümkündür. Menkul kıymet, şayet dava açılmadan önce satılmış ise; zarar, alış ve satış fiyatı arasındaki farktan müteşekkil olacaktır.

Sorumluluk izafe edilen kimseler, zararın izahnamedeki hukuka aykırılıktan başkaca sebeplerden ileri geldiği gerekçesiyle tazminattan indirim talep edebilirler⁴⁷⁴. Bununla birlikte zarar, hiçbir surette menkul kıymetin halka arz fiyatını aşamaz [Sec. 11(g)

⁴⁷¹ “The Expanding Liabilities of Securities Underwriters: From BarChris to Globus”, Comments and Notes, Duke Law Journal, 1969 (6), (1969), 1191.

⁴⁷² *Escott v. BarChris Construction Corporation*, 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1976).

⁴⁷³ *The Expanding Liabilities of Securities Underwriters*, 1198.

⁴⁷⁴ **Hazen**, 67. U.S.C. § 77k(e).

ve UCC § 77 k(g)]. Bunun gibi, aracı kuruluşların zararı da, halka arzına aracılık ettikleri menkul kıymetlerin toplam bedeli ile sınırlıdır.

2.1.2. Avrupa

İzahnameden doğan sorumluluk müessesesi özellikle İngiliz hukukunda, ABD hukuku ile paralel bir gelişme göstermiştir. Bu iki ülke hukuku, birbirinden etkilenmiştir. Buna karşın izahnameden doğan sorumluluğun Alman hukukundaki gelişimi, ABD ve İngiliz hukukuna nazaran çok sonradan ve sınırlı bir şekilde söz konusu olmuştur. İngiliz ve Alman hukukları bakımından mesele, aynı zamanda AB hukuku ve bütünleşme sürecinin de bir konusunu teşkil eder.

2.1.2.1. İngiltere

İngiliz hukukunda, izahnameden ve kotasyon formundan⁴⁷⁵ doğan sorumluluk rejimi, *Financial Services and Markets Act 2000-FSMA (Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu)*, *Listing Rules (Listeleme Kuralları)* ve *Prospectus Rules (İzahname Kuralları)* çerçevesinde düzenlenmiştir. Bununla birlikte, müessesenin aslî kaynağı, FSMA m. 90'dır.

Finansal Hizmetler ve Piyasaları Kanunu'nun 87A maddesinde; yatırımcıların ihraççı ve halka arz edilen sermaye piyasası araçları ile ilgili sağlıklı bir değerlendirme yapabilmeleri için birtakım esaslar öngörülmüştür. Bu esaslara bağlı olarak yatırımcının karar vermesi için lâzım olan bilgilere misal olarak; ihraççı veya garantörün varlık ve yükümlülükleri, kâr-zarar durumları, geleceğe yönelik beklentiler ve sermaye piyasası araçlarına bağlanmış haklar gösterilebilir. Bu kapsamda yer verilen bilgiler, anlaşılır ve kolay analiz edilebilir bir şekilde arz edilmelidir. İzahnamenin özeti ise, kısa olmalı ve teknik olmayan bir dilde ve amaca matuf bir şekilde hazırlanmalı; izahnamenin geri kalanı ile birlikte değerlendirildiğinde yatırımcının karar vermesine katkı sağlamalıdır.

İzahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilerden sorumlu olabilecek kişiler, İzahname Kuralları m. 5.5.3 ve 5.5.4'de hisse senetleri ve diğer sermaye piyasası araçları

⁴⁷⁵ Kotasyon formu (*listing particulars*), Listeleme ve İzahname kuralları çerçevesinde öngörülen bilgiler içeren belgedir (FSMA 79/2).

için ayrı ayrı sayılmıştır. Hisse senetlerinin halka arzında yayımlanan izahnamelerde yer alan hukuka aykırı bilgilerden dolayı; ihraççı, ihraççının yöneticileri, isminin hâlihazırda yahut ileriki bir vakitte yönetici olarak addedilmesine ve bu hususuna izahnameye derç edilmesine izin veren kişiler, izahnameden sorumlu oldukları kabul edenler ve bu kabulleri izahnamede kayıtlı olan kişiler, tüzel kişi halka arz edenin izahnamenin yayımlanması tarihindeki yöneticileri, borsada işlem görme başvurusunda bulunanlar, borsada işlem görme başvurusunda bulunanlar tüzel kişi ise bunların başvuru tarihindeki yöneticileri, şayet ihraççı bir yönetim şirketi tarafından idare ediliyorsa bu şirketin üst yöneticisi ve izahnamenin içeriğini tasdik edenler tasdik ettikleri bu kısımlardan sorumlu olabileceklerdir.

İzahnameden doğan sorumluluk, İngiliz hukukunda bir kusur sorumluluğu olarak düzenlenmiştir; dolayısıyla muhtemel sorumluların kusura dair kurtuluş kanıtları getirebilme imkânları vardır. Kanun kapsamındaki 10 sayılı Çizelgeye göre (*FSMA Schedule 10*) kurtuluş imkânlarından ilki; sorumluluk izafe edilecek kimsede hâsıl olan, izahnamedeki bilgilerin gereği gibi arz edildiğine dair olan mâkûl inancın varlığıdır. Bunun yanı sıra, izahnamenin bir uzman tarafından hazırlanan yahut tasdik edilen kısımları için; bu uzman dışında kalanların da önemli savunma imkânları söz konusudur. Bir diğer savunma imkânı ise, halka arza konu sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar tarafından iktisabından önce; hukuka aykırı bilgilere dair bir düzeltmenin yayımlanması hâlinde söz konusu olabilecektir. Böyle bir düzeltmenin yayımlanması için çaba gösteren veya yayımlanacağına dair mâkûl inancı olan kimseler de, sorumluluktan kurtulabileceklerdir. Son olarak, yatırımcının izahnamede yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunu bildiği, bir başka ifade ile yanıltılmasının söz konusu olmadığı hâllerde sorumluluk tecelli etmeyecektir. İzahname Kuralları m. 5.5.7'de ayrıca, halka arz edenin sorumluluktan kurtulabileceği hâller de düzenlenmiştir. İzahname, esasen bizzat ihraççı tarafından veya ihraççı adına hareket eden bir kimse tarafından hazırlanmışsa; halka arz edenin sorumluluktan kurtulabilmesi daha kolay olacaktır.

2.1.2.2. Almanya

İzahnameden doğan sorumluluk müessesesi, Alman hukukunda ilk defa 1896 tarihli Borsa Kanunu'nda (*BörsG –Börsengesetz*) düzenlenmiştir⁴⁷⁶. Fakat müessese, uzunca bir süre gelişme kaydetmemiş; 1970'li yıllarla beraber düzenleme uygulanabilirliğini yitirmiştir⁴⁷⁷. Bu tarihten itibaren, gelişen sanayi ve özellikle halkın tasarruf miktarının artmasının bir neticesi olarak; sermaye piyasası ciddi bir büyüme kaydetmiştir. Ferdî tasarrufların, sermaye piyasası araçları aracılığıyla piyasa katılması; yatırımcının hukukî bakımdan korunması ihtiyacını da gündeme getirmiştir.

1970'li yıllardan itibaren, izahnameden doğan sorumluluk müessesesinin iki yönlü bir gelişme kaydettiği ifade edilebilir. Bunlardan birincisi, medenî hukuk (BGB § 280) hükümleri dairesinde şekillenen içtihatlar ile tesis edilen esaslardır⁴⁷⁸. Diğeri ise, Borsa Kanunu (*BörsG*) ve Menkul Kıymetler İzahname Kanunu (*WpPG - Wertpapierprospektgesetz*) dairesindeki düzenlemelerden müteşekkildir.

Borsada işlem görme başvurusunda hazırlanması öngörülen izahnamelerden doğan sorumluluk, 2012 yılında kadar BörsG § 44-45'de düzenlenmişken; 2012'den itibaren ise WpPG § 21 hükmü yürürlük kazanmıştır⁴⁷⁹. Halka arz izahnamelerinden doğan sorumluluk ise, İzahnamesi Kanunu m. 13'de (*VerkProspG-Verkaufsprospektgesetz*) yer alırken; yine aynı tarihten itibaren WpPG § 22 ve 24'de düzenlenmiştir⁴⁸⁰. Gri sermaye piyasaları açısından ise; VerkProspG hükümleri yerini, Sermaye Yatırım Kanunu'nun 20 ve 21'inci maddelerine (*VermAnlG-Vermögensanlagengesetz*) bırakmıştır⁴⁸¹.

Yatırımcıların, izahnamedeki gerçeğe aykırı veya yanıltıcı bilgiler nedeniyle uğradığı zararlardan; izahname için sorumluluk üstlenen kimseler veya halka arz prosedürünü başlatan kimselerin sorumlu olduğu ifade edilmiştir (WpPG § 21/1). Bu

⁴⁷⁶ Köndgen, 9; Rosa, 51; Haarman, 6.

⁴⁷⁷ Assman/Schütze, § 5 N. 3.

⁴⁷⁸ Haarman, 36; Rosa, 51.

⁴⁷⁹ Stefan Hanke, "Überblick über die Prospekthafung bei geschlossenen Fonds nach dem Inkrafttreten des KAGB", BKR - Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (2014), 442; Assman/Schütze, § 5 N. 16.

⁴⁸⁰ Hanke, 442. WpPG'de düzenlenen izahnameden doğan sorumluluk rejimi, 2003/71/EC sayılı Yönergeyi esas almıştır. Bkz. Thorben Rein, Die Prospektspflicht und Prospekthafung bei Wertpapieremissionen, Hamburg 2009, 159.

⁴⁸¹ Bkz. Dieter Leuering, "Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthafung", Neue Juristische Wochenschrift, Heft 27, 2012, 1905 vd.

https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer_kapitalmarkt_artikel.html

bakımdan, sorumlu olabilecek kimselerin son derece geniş kapsamlı olarak düzenlendiği açıktır. İzahname için sorumluluk üstlenecek kimselerin başında, izahnameyi imzalayacak olanlar gelir. İhraççı, halka arz eden ve borsada işlem görme başvurusunda bulunan kişiler bu kapsamdadır (WpPG § 5/3). Bunun yanı sıra, izahnamenin sadece belirli bir kısmının hazırlanmasına katkıda bulunanlar ya da bu kısımlarda yer alan bilgileri tasdik edenler ise; sadece bu kısımlardan sorumlu olacaklardır. Bununla birlikte, izahnamenin tamamından da en az bir kişinin sorumlu olması şarttır. Bu kimseler, izahnameyi imzalamak ya da başkaca bir surette sorumluluk üstlenen kimselerdir. İzahnameyi imzalamamış olsa dahi; iktisadi menfaat ve ilgisi neticesinde izahnamenin yayımlanmasına öncülük eden yahut etki eden kimseler de sorumlu olabilecektir (WpPG § 21/1). Bunların tamamı, müşterek ve müteselsil olarak sorumludurlar.

İzahnamede yer alan gerçeğe aykırı yahut eksik bilgilerden sorumlu olanlar, WpPG § 23/1'de yer alan düzenlemeye göre; izahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirmeye vâkıf olmadıklarını ve keyfiyetin kendilerinin ihmâllerinden kaynaklanmadığını ispat ettikleri takdirde sorumluluktan kurtulabileceklerdir⁴⁸². Aynı hükümde, izahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirme ile sermaye piyasası aracının satın alınması arasında illiyet bağının olmaması, izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilendirme ile menkul kıymetlerin fiyatlarının düşüşü arasında bir nedensellik olmaması, sermaye piyasası aracının iktisap eden yatırımcının söz konusu hukuka aykırı bilgilendirmeyi bilmesi ve yıllık ve ara malî raporlarla hukuka aykırı bilgilendirmenin düzeltilmesi hâlinde sorumluluktan kurtulmak mümkün olabilecektir.

Alman hukukunda da, ABD hukukunda olduğu gibi; izahnameden doğan sorumluluğa yol açabilecek yanlışlık ve eksikliklerin, esaslı olması ve yatırımcının kararına etki edebilecek mahiyette olması gerektiği ifade edilmiştir⁴⁸³.

İzahnameden doğan sorumluluk davalarında; ispat yükü davacıdadır. Davacı kural olarak, izahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirmenin yanı sıra; sermaye piyasası aracının alış ve satış fiyatları ile sermaye piyasası aracının izahnamenin yayımlanmasından sonra ve halka arzdan veya ilk işlem tarihinden sonra 6 ay içinde satın aldığını da ispat etmelidir (WpPG § 21/1, 22/1). Bununla birlikte, ispat yüküne dair bu düzenlemenin, müessesenin

⁴⁸² **Groß**, N. 73; **Assman/Schütze**, § 5 N. 178.

⁴⁸³ **Assman/Schütze**, § 5 N. 49.

ihdas amacını zayıflatmaması gerektiği konusunda genel bir kabul ve hatta ispat yükünün tersine çevrilmesi gerektiği yönünde bazı görüşler de mevcuttur⁴⁸⁴. Alman Yüksek Mahkemesi (BGH), genel ispat kurallarına riayet etmekle beraber; öğretideki bu kaygıları da değerlendirmiştir. Buna göre davacı konumunda bulunan yatırımcı, izahnamedeki hukuka aykırılığın, yatırım kararını etkilediği hususunu kısmen de olsa ortaya koyabiliyorsa; illiyet bağı ispat edilmiş sayılır. Hatta sermaye piyasası aracının izahnamenin yayımlanmasından sonra satın alınmış olması tek başına, nedenselliğin varlığına işaret olarak kabul edilmiştir⁴⁸⁵.

İzahnamede yer alan yanıltıcı veya eksik bilgilerden hâsıl olan zararın, medenî hukuk dairesinde tazmin edilmesi; Federal Yüksek Mahkeme'nin (BGH), 1970'li yıllardan bu yana geliştirdiği bir tecrübedir. Alman Medeni Kanunu m. 311'de (*BGB-Bürgerliches Gesetzbuch*) düzenlenen ve culpa in contrahendo sorumluluğun dayanan genel sorumluluk rejimi; kanunî sorumluluk rejimi ile beraber uygulanmaya devam etmektedir⁴⁸⁶. Keza haksız fiil hükümleri de, bir koruma normunun ihlâli mahiyetindeki yahut genel ahlak kurallarına aykırı fiiller bakımından ileri sürülebilecektir (BGB § 823 ve 826). Bununla birlikte, özellikle WpPG ile birlikte; genel hükümlerinin uygulanma yoğunluğunun azaldığını ifade etmek gerekir⁴⁸⁷.

2.1.2.3. Avrupa Birliği

İzahnameden doğan sorumluluk müessesesinin AB hukuku çerçevesindeki gelişimi, birleşik bir Avrupa sermaye piyasasının oluşturulması çabaları ile paralellik arz eder. Yatırım seçeneklerini arttırmak ve finansman ihtiyacının daha az maliyetle karşılanması için; birleşik ve sınırların olmadığı bir Avrupa sermaye piyasasının tesis edilmesi gerektiği, ilgili çevreler tarafından genel olarak kabul görmüştür. Bu fikir ilk defa, üye ülkelerin sermaye piyasası, halka arz ve izahname rejimlerinin uyumlu hâle getirilmesi üzerinde duran 1966 tarihli Segré Raporu ile ortaya konulmuştur⁴⁸⁸.

⁴⁸⁴ Rosa, 75; Assman/Schütze, § 5 N. 93.

⁴⁸⁵ Rosa, 75.

⁴⁸⁶ Assman/Schütze, § 5 N. 8.

⁴⁸⁷ Assman/Schütze, § 5 N. 27.

⁴⁸⁸ "The Development of a European Capital Market", Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission (1966).

Avrupa Birliği bütünleşme süreci, şüphesiz ki salt iktisadî âmillerden değil; siyasî bazı gelişmelerden de dolayı veya doğrudan etkilenmiştir. Mesela Birleşik Krallığın AB üyeliği, birleşik sermaye piyasası düşüncesini büyük ölçüde sekteye uğratmış; ortak bir denetim ve idare yapısı tesis edilmesi fikrini ise tamamen ötelemiştir⁴⁸⁹.

2001 tarihli Lamfalussy Raporunda ise, bütünleşme sürecinin yavaş işlemesi ağır bir şekilde eleştirilmiştir⁴⁹⁰. Raporun etkisiyle, 2003/71/EC sayılı İzahname Yönergesi yürürlüğe girmiştir. Yönergenin, ortak bir hukuk oluşturmak noktasındaki bağlayıcılığı nispeten sınırlı olmakla birlikte; Yönerge ile üye devletlere hukuka uygun bir bilgilendirme için gerekli hukukî ve fiilî ortamı sağlamak amacıyla, hukukî bir sorumluluk rejimi öngörme ve esaslarını düzenleme yükümlülüğü yüklenmiştir⁴⁹¹. Bu bakımdan, bugün için Yönerge büyük ölçüde, üye devletlerin izahname düzenlemelerinin menşeyini teşkil eder.

Avrupa Birliği sermaye piyasası hukukundaki yakın tarihli önemli bir diğer merhale, Sermaye Piyasası Birliğinin İnşasına Dair Eylem Planının (*Action Plan on Building a Capital Markets Union*) kabul edilmesidir⁴⁹². Planda, sermaye piyasasının işlevselliği ve verimliliği üzerinde durulmuş; küçük ölçekli işletme ve girişimlerin sermaye piyasasına dâhil olmasının kolaylaştırılması ve yatırım seçeneklerinin artırılması için birtakım önerilerde bulunulmuştur. Planda, yatırımcının korunmasından ziyade sermaye piyasasının iktisadî faydalarını artırmaya yönelik bir çabanın varlığı dikkate çekicidir. Plan ile 2003/71/EC sayılı Yönergenin revize edilmesi ve izahname rejiminin özellikle küçük ve orta ölçekli şirketlerin sermaye piyasasına girişini sağlamak bakımından, orantılı ve sade bir prosedüre bağlanması öngörülmüştür⁴⁹³. Eylem Planı'ndaki tavsiyeler doğrultusunda, 14 Haziran 2017 tarih ve (EU) 2017/1129 sayılı İzahname Yönetmeliği kabul edilmiştir ve Türkiye ve AB ülkelerinin izahname rejimine esas teşkil eden 2003/71/EC sayılı Yönergenin de kademeli olarak yürürlükten kaldırılması öngörülmüştür⁴⁹⁴.

⁴⁸⁹ **Niamh Moloney**, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3rd Edition, 2014, 22-f.

⁴⁹⁰ “*Final Report Of The Committee Of Wise Men On The Regulation Of European Securities Markets*”, The Committee Of Wise Men, Brussels 200.

⁴⁹¹ **Francisco Garcimartín**, “*The Law Applicable to Prospectus Liability in the European Union*”, Law and Financial Markets Review, 5 (6), (2011), 450.

⁴⁹² Action Plan on Building a Capital Markets Union (European Commission), Brussels, 30.9.2015.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>

(Erişim: 15.12.2017).

⁴⁹³ *Action Plan*, 12.

⁴⁹⁴ (EU) 2017/1129 sayılı Yönetmelik, 21 Temmuz 2019'da tamamen yürürlüğe girmiş olacaktır.

(EU) 2017/1129 sayılı Yönetmeliğin odak noktası, izahname rejiminin basitleştirilmesi ve yeknesak hâle getirilmesidir. Yönetmeliğin dikkat çekici yönü, kamuyu aydınlatma ilkesi üzerinde çok fazla durulmaması ve hatta kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin nispeten hafifletilerek; sermaye piyasasına girişin kolaylaştırılmasının öngörülmesidir. Hâlihazırda yürürlükte bulunan 2003/71/EC sayılı Yönergeye göre üye devletler 12 aylık dönemde, itibarî değer bakımından toplam 100.000 avronun altındaki halka arzlar için izahname hazırlama yükümlülüğünden muaf olmakla beraber; 5 milyon avroyu aşan halka arzlar için ise izahname hazırlama yükümlülüğünden muafiyet öngörülemeyecektir. (EU) 2017/1129 sayılı Yönetmelik hükümlerine göre ise; 12 ay içinde toplam 1 milyon avro tutarın altındaki halka arzlarda izahname yükümlülüğünden muafiyet söz konusu iken; 8 milyon avro tutarın üzerindeki halka arzlar için ise muafiyet öngörülemeyecektir⁴⁹⁵. Bunun gibi, yeni Yönetmelikle getirilen bir diğer değişiklikle; son 12 ay içinde ihraç edilen hisse senetleriyle aynı mahiyette sermaye piyasası araçlarının konusunu oluşturduğu ve izahname hazırlanmasını gerektirmeyen ihraçlara dair limit % 10'dan % 20'ye çıkarılmıştır⁴⁹⁶.

Finansman arayışı noktasında sermaye piyasası aracı ihracına sıkça başvuran şirketler için öngörülen bir diğer kolaylık ise; işlevsel olarak raf kayıt sistemine benzeyen, genel kayıt belgesi (*universal registration document*) ile ihraç usulüdür (Art. 9). Genel kayıt belgesi, her malî yıl için düzenlenecek olup; ihraççı ile alâkalı malî, hukukî ve idarî bilgiler, ihraççının kazanç ve beklentileri, ortaklık yapısı gibi bilgileri içerir. Birbirini takip eden iki malî yıl için tasdik edilen bir genel kayıt belgesi, herhangi bir ön onay mekanizmasının da (*prior approval*) gerektirmez.

(EU) 2017/1129 sayılı Yönetmelikte ayrıca, farklı ve basitleştirilmiş izahname formları öngörülmüştür. Yönetmeliğin 14'üncü maddesinde, hâlihazırda halka arz edilmiş veya borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının satışında basitleştirilmiş bir izahname kullanılmasını mümkün kılmıştır. Bir diğer benzer uygulama da, küçük ve orta ölçekli şirketlerin sermaye piyasalarından istifadesini sağlayacak ve basitleştirilmiş bir

⁴⁹⁵ İzahname hazırlama yükümlülüğünden muafiyetin genişletilmesi, izahname hazırlama maliyetlerinin halka arzdan beklenen gelire göre orantılı olması gerekliliğinden kaynaklanmaktadır. Bkz. (EU) 2017/1129 sayılı Yönetmelik, m. 12).

⁴⁹⁶ Bu sistem, modern bir yaklaşım olarak halka arzlardaki bürokrasiyi azaltmak adına son 30 yılda gündeme gelmiştir. Özellikle büyük ve tanınmış şirketlerin bir kere kayıt yaptırması ve periyodik aralıklarla arz ettikleri bilgilerin güncellenmesi öngörülmüştür.

izahname niteliğindeki *AB Büyüme İzahnamesi (EU Growth Prospectus)* uygulamasıdır. Büyüme İzahnamesi, küçük ve orta ölçekli işletmeler, sermaye piyasası araçları küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin yer aldığı bir büyüme pazarında işlem gören ve önceki üç takvim yılı için piyasa değeri ortalama 500 milyon avronun altında olan şirketler, sermaye piyasası araçları herhangi bir çok taraflı ticaret pazarında işlem görmeyen ve çalışan sayısı 499'u aşmayan şirketlerin 12 aylık süreçte 20 milyon avroyu aşmayan ihraçları için uygulama alanı bulabilecektir.

Yönetmelikle birlikte izahname ile alakalı yeni bazı açılımlar ve kolaylıklar getirilmiş olmasına rağmen; izahnameden doğan sorumluluk meselesi üzerinde esaslı bir değişiklik öngörülmemiş ve meselenin ana hatları tespit edilmekle yetinilmiştir. (EU) 2017/1129 sayılı Yönetmeliğin 11'inci maddesindeki düzenlemeye göre üye devletler; izahname ve eklerinde yer alan bilgilerden dolayı en az ihraççı, ihraççının yöneticileri, idari ve denetim organları, halka arz eden, sermaye piyasası aracının borsada işlem görmesini isteyenler ve garantörlerin sorumluluğunu sağlamalıdır. Bu kimselerin isim ve görevleri, tüzel kişi iseler unvanları ve merkezleri açıkça belirtilmeli ve izahnamede yer alan bilgilerin gerçeğe uygun olduğu beyan edilmelidir.

2.1.2.4. Müessesenin Türk Hukukundaki Düzenlenişi

İzahnameden doğan sorumluluğun, kanunî bir sorumluluk rejimi olarak düzenlenmesi; ilk olarak 1992 tarihli 2794 sayılı Kanun ile 2499 sayılı SerPK'da yapılan bir değişiklik söz konusu olmuştur. Türk sermaye piyasasının gelişim süreci dikkate alındığında; izahnameden doğan sorumluluğa dair bir düzenleme ihtiyacının kuvvetli bir şekilde hissedildiği yahut dile getirildiği pek görülmemiştir. Mesele, büyük ölçüde idarî otoritenin gayretleri ve öğretilerdeki çabalar ile bugüne kadar gelmiştir.

2.1.2.4.1. 2499 Sayılı Kanun Dönemi

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesinden önce; izahnameden doğan sorumluluk, 2499 sayılı SerPK m. 7/2'de düzenlenmişti. Mezkûr düzenlemede, sadece ihraççı ve aracı kuruluşların sorumluluğu zikredilmiş; halka arz

sürecine katılan diğer paydaş veya kimselerden bahsedilmemiştir⁴⁹⁷. İhraççı ve aracı kuruluş tarafından imzalanacak olan izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin; gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından dolayı ihraççı sorumlu olacaktır. İhraççı dışında, kendisinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlar da, izahnamede yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmaması nedeniyle hâsıl olacak zararlardan; ihraççıdan tazmin edilemeyen kısım kadarıyla sorumlu olacaklardır. Buna mukabil, Kanun'da sorumlular arasında zikredilmeyen halka arz edenlerin de; ihraççı gibi kusursuz sorumlu olması gerektiği de ileri sürülmüştür⁴⁹⁸.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 7'nci maddesinin 2'nci fıkrasında yer alan düzenlemeye göre; ihraççıların sorumluluğu bir tür kusuruz sorumluluktur. Bu bakımdan, gerekli özeni gösterdiklerinden bahisle sorumluluktan kurtulmaları mümkün değildir⁴⁹⁹. Aracı kuruluşların sorumluluğu ise, ihraççılardan farklı olarak bir tür kusur sorumluluğudur. Aracı kuruluş, kendisinden beklenen özeni göstermediği takdirde sorumlu olacaktır⁵⁰⁰. Bu hususun tespiti noktasında, bunların tüzel kişi tacir sıfatları ve basiretli bir işadamı gibi davranma yükümlülüğünün dikkate alınması gerektiği ifade edilmiştir⁵⁰¹.

Bu esastan olmak üzere, aracı kuruluşların özen yükümlülükleri; aynı sahada faaliyet gösteren, tedbirli ve muktedir bir aracı kuruluşun, benzer bir durumda göstereceği özen çerçevesinde tespit edilmelidir. İhraççı şirketin ticari defter ve kayıtlarında yer alan ve izahnamede ve sirkülerde yer alan bilgilerle örtüşmeyen birtakım hususların, aracı kuruluş tarafından atlanması veya incelenmemesi; özen yükümlülüğünün ihlâline bir emsal teşkil edebilir⁵⁰². Öğretide, izahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirmeden kaynaklanan zararın, 2499 sayılı SerPK m. 7/2'deki düzenlemeye göre tazmin edilebilmesi için; zarar ile aracı kuruluşun beklenen özeni göstermemesi arasındaki illiyet bağının ispat edilmesi gerektiği ifade edilmiştir⁵⁰³. Bununla birlikte *Ayoğlu*, zikrettiği İsviçre Federal Mahkemesi

⁴⁹⁷ Bununla birlikte, bağımsız denetleme kuruluşlarının denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan sorumluluğuna dair SerPK m. 16/4 hükmüne dikkat çekmek gerekir.

⁴⁹⁸ *Ayoğlu, Halka Arz*, 144.

⁴⁹⁹ *Tolga Ayoğlu, "İzahnameden Doğan Sorumluluk"*, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul 2009, 642.

⁵⁰⁰ *İnceoğlu*, 131; *Arı*, 84.

⁵⁰¹ *Ünal, Aracı Kurumlar*, 275; *Arı*, 72.

⁵⁰² *İnceoğlu*, 131.

⁵⁰³ *Ünal, Aracı Kurumlar*, 276; *İnceoğlu*, 133; *Arı*, 84. Karşı görüş için bkz. *Mutlu Uşaklı*, 146.

kararına paralel şekilde; illiyet bağının somut delillerle birebir ispatlanmasından ziyade, gerçeğe yakın bir ispatın yeterli olacağı kanaatindedir⁵⁰⁴.

Aracı kuruluşun sorumluluğu, bir kusur sorumluluğu olmasının yanı sıra; ikinci derece sorumluluktur⁵⁰⁵. İzahnamedeki hukuka aykırılıktan mütevellit zararların tazmini için; aracı kuruluşun önce ihraççıya başvurulmalıdır⁵⁰⁶. İhraççıdan tazmin edilemeyen kısım nispetinde aracı kuruluşun başvurulması mümkündür. Aracı kuruluşun bu sorumluluğu öğretide, 6762 sayılı TTK m. 179/1’de düzenlenen kollektif şirket ortağının şirket borçlarından sorumluluğuna atfen açıklanmaya çalışılmıştır. Buna göre, ihraççıya yapılan takibin semeresiz kalması veya ihraççı şirketin sona ermesi hâllerinde aracı kuruluşun başvurulması söz konusu olabilecektir⁵⁰⁷.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu dairesindeki mülahazalara göre; ihraççının kusursuz sorumluluğuna bağlı olarak, kurtuluş beyyinesi getirmek suretiyle sorumluluktan kurtulması mümkün değildir. Buna mukabil aracı kuruluşlar, gerekli özeni gösterdiklerinden bahisle sorumluluktan kurtulabileceklerdir. Aracı kuruluşlar, tedbirli bir aracı kuruluşun aynı somut şartlar içinde yapması gereken araştırmayı yapmış olmasına rağmen; hukuka aykırılığa yol açan bilgi ve belgeden haberdar olmadıklarını ispatlamak suretiyle sorumluluktan kurtulabileceklerdir⁵⁰⁸.

Sorumluluğu tevlit edecek hukuka aykırılık, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasıdır. Bu genel ifade tarzı, 6362 sayılı SerPK’da zikredilen, izahnamedeki bilgilerin “yanlış, yanltıcı veya eksik” olması hâli ile büyük ölçüde örtüşür. Kanun’da öngörülen hukuka aykırı izahat, bilginin iki yönüne dikkat

⁵⁰⁴ **Ayoğlu**, *Sorumluluk*, 643. *Bilgili*, bu noktada yatırımcının illiyet bağını ispat yükünün olmadığı kanaatindedir. Fakat sorumluluk izafe edilen kimsenin, zararın izahnamede veya sirkülerdeki hukuka aykırı bilgilendirmeden değil de başka bir sebepten kaynaklandığını ispat etmek suretiyle sorumluluktan kurtulma imkânından da bahsedilmiştir. **Yanlı**, *Kamunun Aydınlatılması*, 152 ve dn. 175 (**Fatih Bilgili**, Publizitätspflichten von Aktiengesellschaften nach dem türkischen Kapitalmarktrecht -Vergleich und Hinweise auf die deutsche Lösung-, Frankfurt am Main 2000, 90-93’dan naklen).

⁵⁰⁵ **Inceoğlu**, 132; **Ari**, 84.

⁵⁰⁶ Kurul tarafından 2499 sayılı SerPK dairesinde verilen yetkiye istinaden çıkarılan Seri: I, No: 22 say. Tebliğ m. 19’daki düzenlemede, hisse senetlerinin halk arzı ile alâkalı olarak, 2499 sayılı SerPK m. 7/2’ye atf yapılmamış; “izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından aracı kurumlar hukuken sorumludurlar” denilmiştir. Buna mukabil; 2499 sayılı SerPK m. 7/2 ile örtüşmeyen bu düzenleme, Seri: I, No: 40 sayılı Tebliğ m. 23/2 ile kanunî düzenleme ile uyumlu hâle getirilmiştir.

⁵⁰⁷ **Ari**, 83.

⁵⁰⁸ **Inceoğlu**, 132. **Ünal**, aracı kurumların 2499 sayılı SerPK m. 7/2 dairesindeki sorumluluğun, sözleşme ile daraltılamayacağını ve fakat genişletilebileceğini ifade etmiştir. Bkz. **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, 276; **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 146.

çeker: Birincisi, bilginin gerçek olması; ikincisi ise, bilginin dürüst bir şekilde yansıtılması. Bununla birlikte, açıklanması gereken bilgilerin açıklanmamasını da, bu kapsamda değerlendirmek icap eder⁵⁰⁹.

2.1.2.4.2. 6362 Sayılı Kanun Dönemi

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun hazırlanması ve kabulünde belirleyici olan Avrupa Birliği müktesebatına uyum programı, izahnameden doğan sorumluluk müessesesinin de şekillenmesinde etkili olmuştur. 2003/71/EC sayılı İzahname Yönergesindeki düzenleme esas alınarak ihdas edilen SerPK m. 10 ve 32'de; 2499 sayılı Kanun'daki düzenlemelere nazaran, son derece ayrıntılı bir sorumluluk rejimi kurgulanmıştır.

İzahnameden doğan sorumluluğa dair aslî düzenleme olan SerPK m. 10'da, hukuka aykırı bilgilendirmeden kimlerin sorumlu olduğunun yanı sıra; sorumluluğu doğuran hukuka aykırılığın mahiyeti de kısmen açıklanmıştır. 2499 sayılı Kanun'un 7'nci maddesinin 2'nci fıkrasındaki düzenlemeye göre; *izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından* ihraççıların sorumludur; bu bakımdan, hukuka aykırılığın, bu belgelerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtılmaması olarak tarif edilebilecektir⁵¹⁰. 6362 sayılı Kanun'un 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasında ise hukuka aykırılık, *izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik* bilgilerin zarara sebebiyet vermesi olarak ifade edilmiştir. İzahnamede yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması nedeniyle bir zararın hâsıl olması, esasında bu bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtılmamasının da bir neticesidir. Bu bakımdan mülga ve merî düzenlemelerin, hukuka aykırılık noktasında farklı bir esasa müteallik olmadığı kanaatindeyiz.

Mülga ve merî düzenlemeler arasındaki mühim farklardan biri; muhtemel sorumlular bakımından kapsamın daha geniş tutulmasıdır. 2499 sayılı SerPK'da, sadece ihraççı ve aracı kuruluş muhtemel sorumlular arasında zikredilmişken; 6362 sayılı SerPK'da bunlara ek olarak, halka arz eden, lider aracı kuruluş, ihraççının yönetim kurulu

⁵⁰⁹ Yanlı, *Kamunun Aydınlatılması*, 151; İnceoğlu, 134.

⁵¹⁰ Kanunun lafzına göre ihraççılar, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından sorumludurlar. Düzenlemede tercih edilen ifade tarzı bakımından; kullanılan *sorumluluk* kelimesinin, hukukî bir sorumluluktan ziyade; bir işin bir kimseye, hukukî sorumluluğunu da kapsayacak şekilde yüklenmesi olarak anlaşılması mümkündür.

üyeleri ve varsa garantörlere de sorumlular arasında yer verilmiştir. Bunun yanı sıra 6362 sayılı Kanun'da, ABD hukukunda *gatekeeper* olarak adlandırılan kimseler de muhtemel sorumlular arasında düzenlenmiştir⁵¹¹. Bağımsız denetim kuruluşları ile alâkalı olarak; 2499 sayılı Kanun m. 16/4'de genel olarak düzenlenen sorumluluk, 6362 sayılı Kanun ile birlikte 10'uncu maddede izahname bakımından ayrıca düzenlenmiştir.

İhraççılar, mülga kanunda olduğu gibi; 6362 sayılı Kanun'un 10'uncu maddesinde de, kusursuz sorumlu olarak düzenlenmiştir. İhraççı dışında kalan, halka arz eden, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri ise; kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olacaklardır.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin yanı sıra; "*Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk*" kenar başlıklı 32'nci maddesi de, izahnameden doğan sorumluluk bağlamında uygulama alanı bulacaktır. İzahnameden doğan sorumluluk bakımından, SerPK m. 10 ve 32 arasında herhangi bir çelişki yahut farklılığın bulunması hâlinde hangi hükmün öncelikle uygulanacağı meselesi akla gelebilir. Bu noktada, izahnameden doğan sorumluluk müessesesinin SerPK m. 10'da özgü olarak düzenlendiği; bu bakımdan SerPK m. 10'un, SerPK m. 32'ye nazaran bir özel hüküm mahiyetinde olduğu ifade edilmelidir⁵¹². Söz gelişi, SerPK m.10'da düzenlenmemiş olan illiyet bağı karinesi, zamanaşımı ve sorumsuzluk kaydına dair hususlar ile alâkalı olarak; SerPK m. 32 hükmü uygulama alanı bulacaktır. Bunun yanı sıra, kendisine sorumluluk izafe edilecek kimselerin sorumluluktan kurtuluş imkânları da; SerPK m. 32'deki esaslar dairesinde ele alınacaktır.

2.2. Dereceli Sorumluluk Sistemi ve Sorumluluğun İzafe Edilebileceği Kimseler

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesindeki düzenlemede, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan kimlerin sorumlu olduğu tahdîdî şekilde sayılmıştır. Bu tahdîdî saymanın, sadece SerPK m. 10 ve 32

⁵¹¹ Amerika Birleşik Devletleri hukukunda *gatekeeper* olarak adlandırılalar; yatırımcılara belgelendirme ve doğrulama hizmeti sunan, işlemin akışı içinde kritik bir önemi haiz ve işlemin tamamlanması için onayı gerekli olan kişilerdir. Bkz. **Arthur B. Laby**, "*Differentiating Gatekeepers*", Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, Vol. 1 (2006), 122 ve dn. 15-16.

⁵¹² Bkz. **Çetin/Töremiş/Cantimur**, 43; **Turan**, 216.

bağlamında geçerli olduğunu; genel hükümler bakımından ise muhtemel sorumluların daha geniş bir topluluktan müteşekkil olacağını ifade etmek gerekir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinde sayılanlar dışındaki kimselere; sorumluluklarının nazarı menşesine bağlı olarak hem adli yargıda genel hükümler dairesinde, hem de idari yargıda idare hukuku bağlamında başvurmak mümkün olabilecektir.

İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden dolayı sorumlu olacakların izahnameyi imzalamaları şart değildir. Nitekim SerPK m. 32/1'de yer alan düzenlemeye göre, kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu olanlar; SerPK m. 10'da zikredilenler ve kamuyu aydınlatma belgesini şahsen imzalayanlar veya kamuyu aydınlatma belgesi kendi adına imzalanan tüzel kişiler olarak iki kısımda tasnif edilmiştir. Bu bakımdan, bir kamuyu aydınlatma belgesi olan izahnameyi imzalamakla birlikte, SerPK m 10 bağlamında muhtemel sorumlular arasında zikredilmeyen kimseler; SerPK m. 32'deki esaslara göre izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilendirmeden sorumlu olacaklardır.

2.2.1 Dereceli Sorumluluk Sistemi

İzahnameden doğan sorumluluğun düzenlendiği SerPK m. 10/1'de; iki dereceli bir sorumluluk rejimi öngörülmüştür. *Manavgat*, bu iki dereceli sorumluluk rejiminin, sermaye piyasasının özelliklerine ve yatırımcının korunması ilkesine aykırı olduğundan bahisle; zarar görenlerin aleyhine olduğunu savunmaktadır. Şöyle ki, dereceli sorumluluk sistemine göre zarar gören, önce ihraççıya başvuracak; zararın ihraççıdan tazmin edilememesi ya da tazmin edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde, diğer sorumlulardan talepte bulunabilecektir⁵¹³. Bu noktada, zararın ihraççıdan tazmin edilememesi ya da edilemeyeceğinin açıkça belli olmasına kadar geçecek olan uzun süre; ikinci derece sorumluların fiilen sorumsuzluklarına yol açabilecektir. Müellif bu noktada, kollektif şirket alacaklısına, şirkete başvurmakla birlikte alacağını teminat altına almak için kollektif şirket ortaklarının şahsi malvarlıklarına ihtiyati haciz koydurma imkânını veren TTK m. 237 hükmüne benzer bir hükmün, SerPK m. 10 çerçevesinde de

⁵¹³ *Manavgat, Halka Arz, 237.*

düzenlenebileceğini ifade etmektedir⁵¹⁴. Öğretide *Kara* da, dereceli bir sorumluluk sisteminin sakıncalarına dikkat çekmiştir⁵¹⁵.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinde, davacı konumundaki yatırımcı için böyle bir imkândan bahsedilmemiştir. Bununla birlikte, tazminat alacaklısının alacağını güvence altına alabilmek için; medenî muhakeme hukukunun müesseselerinden faydalanması her zaman mümkündür. Yatırımcının, ihraççıya karşı açacağı sorumluluk davasında; ihraççı dışındaki ikinci dereceden sorumlular için ihtiyatî haciz talep etmesi mümkündür.

İkinci dereceden sorumlulara başvurabilmek için, SerPK m. 10'da yer alan “zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması” şartının tazminat alacaklısı lehine yorumlanması gerektiği kanaatindeyiz. Bu bakımdan, aciz belgesi alınması veya ihraççının borca batık olması yeterlidir. Borca batıklık hâlinde, şirketin sona erecek olması yeterlidir; tasfiyenin tamamlanmasına gerek yoktur⁵¹⁶. *Kara*, TTK m. 237/1'de yer alan düzenlemenin kıyasen uygulanabileceğini ifade etmiş; icra takibinin semeresiz kalması ihraççının tüzel kişiliğinin herhangi bir sebeple sona ermesi halinde ikinci derecede sorumlulara başvurulabileceğine işaret etmiştir⁵¹⁷. şirketin sona ermesi ve tasfiye sürecine girmesi, her ne kadar alacaklıların alacaklarını tahsiline engel değilse de; şirketin az çok öngörülebilir bir zaman içinde sona ereceğinin, özellikle kötü niyetli ikinci dereceden sorumlular tarafından bilinmesi, bunların mal kaçırma gibi fiillerde bulunmalarını beraberinde getirebilecektir.

Zararın ihraççıdan tazmin edilememesi ya da edilemeyeceğinin açıkça belli olması, tespiti güç bir şarttır. Bu şartın, aciz vesikası, borca batıklığa dair mahkeme kararı yahut iflas açılması ile kesin olarak tespiti mümkündür. Mesele, bunlara benzer herhangi bir karar, belge yahut olgunun var olmadığı hâllerde; mahkemenin hangi kıstaslara göre karar verebileceğidir.

⁵¹⁴ **Manavgat**, *Halka Arz*, 237.

⁵¹⁵ **Kara**, *Kamuyu Aydınlatma*, 161.

⁵¹⁶ **Manavgat**, *Halka Arz*, 237.

⁵¹⁷ **Kara**, *Kamuyu Aydınlatma*, 159. Bununla birlikte *Manavgat*, TTK m. 237 hükmüne benzer bir hükmün SerPK m. 10 bağlamında öngörülmemesi nedeniyle borca batıklık olmaksızın şirketin tasfiye sürecine girmesinin, ikinci dereceden sorumlulara başvurmak için yeterli olmayacağı kanaatindeyiz. **Manavgat**, *Halka Arz*, 237.

Kanaatimiz odur ki, bu hâlde hâkimin takdir yetkisinin varlığını kabul etmek gerekir. Bu noktada mahkeme, tazminat talepleri ile ihraççının malvarlığının net değeri arasında bir karşılaştırma yapabilir⁵¹⁸. Bununla birlikte bu karşılaştırmadan çıkan netice tek başına, zararın ihraççıdan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması şartını sağlamaz. İhraççı, borç ödeme yeterliliğinin haiz olduğu sürece, ikinci derecede sorumlulara başvurulması mümkün değildir⁵¹⁹. Bu bakımdan, ihraççının borç ödeme yeterliliği de değerlendirilmelidir.

2.2.2. Sorumluluğun İfade Edilebileceği Kimseler

Aşağıda, SerPK m. 10'da zikredilen sorumlulara dair genel bilgiler arz edilmiş; bunun yanı sıra, bu kimselerin sorumluluklarının nazari temelleri ve mahiyetleri de ele alınmıştır.

2.2.2.1. İhraççı

İhraç kelimesi, lügat anlamı itibariyle; çıkarma, dışarıya atma anlamına gelmektedir⁵²⁰. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3'üncü maddesinin 1'inci fıkrasının (ğ) bendinde ise kavram; sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı olarak tanımlanmıştır. İhraççı ise, SerPK m. 3/1-h'de; sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişiler ve Sermaye Piyasası Kanununa tâbi yatırım fonları olarak tanımlanmaktadır.

Kanunî tanımın iki veçhesi vardır: Birincisi, ihraççı sıfatını kazanabilmek için hangi işlemlerin yapılması gerektiği hususudur. İkincisi ise, kimlerin bu işlemleri yapabileceği ve bu surette ihraççı sıfatını haiz olabileceğidir. İhraççı sıfatını haiz olabilmek; sermaye piyasası araçlarını ihraç etmeye, ihraç etmek üzere Kurula başvuruya veya sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmiş olmasına bağlıdır. Kanun koyucu, meseleyi işlem bakımından geniş kapsamlı bir şekilde ele almıştır. Bununla birlikte ihraç, muhakkak surette halka arz yolu ile gerçekleştirilmek zorunda değildir; halka arz, ihraççı

⁵¹⁸ **Manavgat**, *Halka Arz*, 238.

⁵¹⁹ **Çatakoğlu**, *Borçlanma Araçları*, 123.

⁵²⁰ Bkz. Türkçe Sözlük, 1158; Osmanlı Lûgat, 480.

veya halka arz edenin tercih ettiği bir satış usulüdür. Bununla birlikte SerPK m. 2/1’de yer alan “*Halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları, bu Kanun kapsamı dışındadır.*” hükmü ile halka açık olmayan anonim şirketlerin; hisse senetlerini halka arz etmeksizin ihraç etmesi durumunda, bunların SerPK kapsamında olmadığı ve dolayısıyla SerPK bağlamında ihraççı olarak kabul edilemeyeceği ifade edilmiştir.

Bu noktada, ihraççı ile halka açık ortaklık kavramlarının farklı olduğunu ve her zaman örtüşmeyeceğini ifade etmek gerekir. Halka açık ortaklık, *payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıkları* ifade eder. Ancak ihraççı, sadece payları değil; diğer herhangi bir sermaye piyasası aracını, mesela borçlanma araçlarını ihraç edenleri de kapsamaktadır. Bir başka ifade ile ihraççı, halka açık ortaklıkları da kapsayan bir üst kavram olarak karşımızdadır⁵²¹.

Sermaye Piyasası Kanunu bağlamında ihraççı sıfatını haiz olabilecekler; tüzel kişiler veya SerPK’na tâbi yatırım fonları olmak üzere iki gruptur. Bunun yanı sıra, TTK m. 12/3’de ifadesini bulan *tacir gibi sorumlu olma* mefhumuna istinaden; *ihraççı gibi sorumlu* olması gerekenlere de, bu bapta değinilmiştir.

2.2.2.1.1. Tüzel Kişiler

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3’üncü maddesinin 1’inci fıkrasının (h) bendinde yer alan düzenlemeye göre; sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen *tüzel kişiler*, ihraççı sıfatını haiz olabileceklerdir⁵²². Hükümde, kamu tüzel kişileri ile özel hukuk tüzel kişileri arasında bir ayırım yapılmamıştır. Bununla birlikte, hangi tüzel kişilerin ihraççı sıfatını haiz olabilecekleri, Kurul tebliği ve şirketler hukuku bağlamında değerlendirilmelidir.

⁵²¹ **Ayoğlu, Halka Arz, 27; Mutlu Uşaklı, 18.**

⁵²² Mülga 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3’üncü maddesinin 1’inci fıkrasının (h) bendinde yer alan düzenlemeye göre ihraççı olabilecekler; anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil kamu iktisadî teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler olarak sayılmıştı. Bu sınırlı sayma yoluyla yapılan tanım, anonim şirketler dışındaki ticaret şirketlerine sermaye piyasası bağlamında ihraççı olma yolunu, katî surette kapatmaktaydı.

İhraççı sıfatını haiz olabilecek tipik müesseseler, özel hukuk tüzel kişisi mahiyetindeki anonim şirketlerdir. Haddizâtında ihraç uygulaması, anonim şirketin iktisadî fonksiyonuna da son derece uygundur⁵²³. Anonim şirketler, farklı ölçeklerdeki tasarrufları bir araya getirerek; iktisadî açıdan anlamlı bir varlığı, üretim, yatırım ve ticaret hayatına özgülemektedir. Pratikte de, sermaye piyasası aracı ihraçlarının ekseriyeti, anonim şirketlerce gerçekleştirilmektedir. Bu esastan olmak üzere, çoğunlukla anonim şirket statüsünü haiz kamu iktisadî teşebbüsleri de ihraççı olabilmektedirler.

Bu noktada, başta diğer ticaret şirketleri olmak üzere; anonim şirketler dışındaki tüzel kişilerin ihraççı sıfatını haiz olup olamayacağı suali akla gelebilir. Söz gelişi, bir adi komandit şirketin, sermaye piyasası aracı ihraççı için Kurula başvurması mümkün olabilecek midir⁵²⁴? Kanunkoyucu, SerPK'da ihraççı olabilecek kişiler arasında anonim şirketleri zikretmemiş; bunun yerine anonim şirketleri de kapsayacak şekilde daha geniş bir kavram olarak *tüzel kişiler* ifadesini tercih etmiştir. Bu bağlamda, kanun koyucunun iradesinin, 2499 sayılı Kanun'dan farklılaştığı; anonim şirketler dışındaki diğer ticaret şirketlerinin de kendilerine özgü kanunî düzenlemelerin mümkün kıldığı ölçüde sermaye piyasası aracı ihraç edebilecekleri şeklinde tecelli ettiği düşünülebilir.

Anonim şirketler dışındaki ticaret şirketlerinin sermaye piyasası aracı ihraç edebilmesi hususunu değerlendirirken; sermaye piyasası araçlarının tedavül kabiliyetini haiz olduğunun muhakkak surette göz önünde bulundurulması gerekir. Tedavül kabiliyetini haiz olmayan bir sermaye piyasası aracı, sermaye piyasasının felsefesi ile örtüşmeyeceği gibi; kayda değer herhangi bir işlev de görmeyecektir. Şahıs şirketlerinin sermaye, mülkiyet ve sorumluluk yapısı ele alındığında; bunların sermaye piyasası aracı ihraç edebilmesi mümkün değildir.

Limited şirketlerin ise sermaye piyasası aracı ihraç edip edemeyeceği hususunda, TTK m. 576'nın gerekçesine değinmek gerekir. Gerekçede, şirket esas sermaye payının sayısının ve itibarî değerinin belirtilmesi gereğinin, bu payı anonim şirket payına özdeş kılmadığı ve yaklaştırmadığı ifade edilmektedir. Bunun yanı sıra, TTK m. 595'de düzenlenen pay devir usulü de, limited şirketlerin çıkaracağı pay senetlerinin

⁵²³ Anonim şirketlerin iktisadî fonksiyonları için bkz. **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku C. I*, § 20; **İmregün**, 1 vd.

⁵²⁴ **Korkut Özkorkut**, "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Değişiklikler-Yenilikler", (Konferans), Atılım Üniversitesi 18.03.2013. (<http://kurumsal.data.atilim.edu.tr/pdfs/130318tm.pdf>) (Erişim: 21.12.2015).

devredilebilirliğini imkânsız kılar. Düzenlemeye göre; esas sermaye payının devri ve devir borcunu doğuran işlemler, yazılı şekilde yapılır ve tarafların imzaları noterce onanır. Bu sebeple bir limited şirket pay senedinin, alacağın temliki, ciro yahut zilyetliğin devri ile devredilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla limited şirket pay senetlerinin sermaye piyasasının felsefe ve uygulamasına uygun olmadığı ifade edilebilir. Kaldı ki, limited şirket pay senetlerinin menkul kıymet niteliğinde olmadığı hususu da, Gelir İdaresi Başkanlığının bir özelgesinde ifade edilmiştir⁵²⁵.

Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerle alakalı olarak; 2499 sayılı SerPK m. 4/3'de yer alan düzenlemede; bunların çıkardığı hisse senetlerinin halka arz yoluyla satılamayacağı açıkça ifade edilmişti. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda ise bu yönde bir yasak yahut açıklamaya yer verilmemiştir. Bu esastan olmak üzere, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin sermaye piyasası aracı ihraç edebileceği kanaatindeyiz. Fakat sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin uygulamadaki karşılığı dikkate alınacak olursa; bunların sermaye piyasası aracı ihraç etmeleri gibi bir durumla karşılaşılması, ticarî hayatın olağan akışı içinde pek mümkün görünmemektedir.

Kooperatifler Kanunu'nun 1'inci maddesindeki kooperatif tanımına göre; *tüzel kişiliği haiz olmak üzere ortaklarının belirli ekonomik menfaatlerini ve özellikle meslek veya geçimlerine ait ihtiyaçlarını işgücü ve parasal katkılarıyla karşılıklı yardım, dayanışma ve kefalet suretiyle sağlayıp korumak amacıyla gerçek ve tüzel kişiler tarafından kurulan değişir ortaklı ve değişir sermayeli ortaklıklara kooperatif* denir. Kooperatiflerin ortak sayısının ve sermayesinin sabit olmaması, bunların sermaye piyasasına katılımı imkânsız kılar.

İhraççı kavramının kanunî tanımında yer alan tüzel kişiler ibaresine, şüphesiz ki kamu tüzel kişileri de dâhildir⁵²⁶. Kamu tüzel kişilerinin birtakım faaliyetleri bakımından,

⁵²⁵ <http://www.gib.gov.tr/node/96291> (MB. GİB. İstanbul VDB.nin 14/04/2014 tarih ve 62030549 120 [Mük.80-2012/954]-906 sayılı özelgesi) (Erişim: 18.02.2019).

⁵²⁶ Kamu tüzel kişileri, Türkiye Cumhuriyeti Anayasasının 123'üncü maddesinin 3'üncü fıkrasındaki düzenlemeye göre, kanunla veya kanunun açıkça verdiği yetkiye dayanılarak kurulur. Başlıca kamu tüzel kişisi Devlet olmak üzere, il özel idareleri, belediyeler, köyler, kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşları ve Anayasada belirlenmiş kurumlar (*TRT, YÖK, Atatürk Kültür, Dil ve Tarih Yüksek Kurumu*) ve tüzel kişilikleri kanunla kurulmuş (*Üniversiteler, TOKİ, SPK, EPDK, vb.*) kamu tüzel kişileridir. Bkz. **Kemal Gözler/Gürsel Kaplan**, İdare Hukuku Dersleri, 19. Baskı, Ankara 2017, 87 vd.; **Bahtiyar Akyılmaz/Murat Sezginer/Cemil Kaya**, Türk İdare Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2014.

özel hukuk hükümlerine tâbi olması muhtemeldir⁵²⁷; bu bakımdan kuruluş kanunları ya da statüleri dairesinde sermaye piyasası aracı ihraç edebilirler. Mülga 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan düzenlemeye göre; özelleştirme kapsamına alınanlar da dâhil olmak üzere, kamu iktisadî teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler ihraççı sıfatını haiz olabilecektir. 6362 sayılı SerPK çerçevesinde de; bunların ihraççı olabileceklerini kabul etmekte bir beis yoktur.

Kamu iktisadî teşebbüsleri (*iktisadî kamu kurumları*), tüzel kişilikleri bulunduğu sürece, sermaye piyasası aracı ihraç edebilirler⁵²⁸. Kamu iktisadî teşebbüslerinin ekseriyeti, hâlihazırda anonim şirket statüsünü haiz olduğundan; doğrudan, SerPK ve TTK hükümlerine göre sermaye piyasası aracı ihraç edebilmektedirler. Bazı kamu iktisadi teşebbüslerinin ise, anonim şirket statüsünde olan bağlı ortaklık ya da iştirakleri, sermaye piyasası aracı ihraç edebilmektedirler.

Kamu tüzel kişilerin sermaye piyasası aracı ihraç edebilmesine dair teorik kabul; esas önemiyetini il özel idaresi ve belediyelerin borçlanma aracı ihraç edebilmesinde kendisini gösterir. 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanunu'nun 51'inci maddesinin 1'inci fıkrasının (c) bendi ve 5393 sayılı Belediye Kanunu'nun 68'inci maddesinin 1'inci fıkrasının (c) bendinde yer alan düzenlemelerde; tahvil ihracı, bu idareler bakımından bir borçlanma usulü olarak zikredilmiştir. Yerel yönetimlerin tahvil ihraçları, kural olarak sermaye piyasası mevzuatına tâbidir; buna ek olarak, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkındaki Kanun ve Genel Yönetim Kapsamındaki Mahalli İdareler İle Bunların Bağlı Kuruluşları Ve İktisadi Teşebbüslerinin Yurtiçi Piyasalarda Yapacakları Tahvil İhraçlarının İzin Sürecine İlişkin Usul ve Esaslara Dair Yönetmelik⁵²⁹ de uygulama alanı bulacaktır. Bu düzenlemelere göre; belediye ve il özel

⁵²⁷ **Gözler/Kaplan**, 98.

⁵²⁸ Türkiye Cumhuriyeti Anayasasının 165'inci maddesine göre kamu iktisadî teşebbüsleri; sermayesinin yarısından fazlasının doğrudan veya dolaylı olarak Devlete ait olan kamu kuruluş ve ortaklıklarıdır. Kamu iktisadi teşebbüslerinden olan ve sermayesinin tamamı Devlete ait olan iktisadî devlet teşekkülleri (BOTAŞ, Çay-Kur, TPAO, TCDD, TKİ vb.), sermayesinin yüzde elliden fazlası iktisadî devlet teşekkülüne veya kamu iktisadî kuruluşuna ait anonim şirketler olan bağlı ortaklıklar (Türkiye Vagon Sanayi A.Ş., FİŞEKSAN vb.) ve iktisadî devlet teşekküllerinin veya kamu iktisadî kuruluşlarının veya bağlı ortaklıkların sermayesinin yüzde on beşi ila yüzden ellisine sahip anonim şirketler olan kamu iştirakleri bu kapsamdadır. Bkz. **Gözler/Kaplan**, 234-236.

⁵²⁹ Resmi Gazete 28234.

idarelerinin tahvil ihraç edebilmeleri; Maliye ve Hazine Bakanlığının⁵³⁰ iznine bağlıdır. Bununla birlikte, Bakanlık tarafından verilen bu izin; herhangi Hazine garantisi sağlandığı anlamına gelmez (4749 say. Kanun m. 4/5). Bu durum hâliyle, mahalli idare tahvillerin yaygınlaşmasını önlemektedir⁵³¹. Kanaatimiz odur ki, başta belediyeler olmak üzere mahalli idarelerin sermaye piyasası aracılığıyla finansman temini; hem mahalli idare için iktisadî bakımdan avantajlı, hem de kent kültürünün yaşatma ve geliştirme bakımından yurttaşların aidiyet hissini güçlendirebilecek mahiyettedir.

2.2.2.1.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Tâbi Yatırım Fonları

Yatırım fonları, SerPK hükümlerine göre, tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla; tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı olarak ifade edilmiştir (SerPK m. 52/1). Yatırım fonları, riski dağıtarak en aza indirmek ve küçük tasarrufları iktisadî bakımdan anlamlı büyüklüklere ulaştırmak için kurulan ve tapu tescil işlemleri dışında tüzel kişiliğinin olmadığı kabul edilen malvarlığı topluluklarıdır. Yatırım fonlarının tüzel kişiliği bulunmadığından; uhdesinde yer alan malvarlığının maliki, fonun kurucusudur. Ancak bu mülkiyet, bir inanç anlaşması sonucu gerçekleşmektedir⁵³².

Yatırım fonları, portföy yönetim şirketlerince temsil edilir, yönetilir veya denetlenir. Bir bakıma portföy yönetim şirketi, profesyonel ve uzman kadrosu ile yatırımcı menfaatlerini koruyacak şekilde faaliyetlerini yürütür. Bu noktada yatırımcıya güven telkin eden en önemli düzenleme; yatırım fonunun malvarlığının portföy yönetim şirketi ve portföy saklama hizmeti yürütecek kuruluşun malvarlığından ayrı olduğunu ifade eden SerPK m. 53/1 hükmüdür.

⁵³⁰ Başbakanlığa bağlı Hazine Müsteşarlığı, 703 sayılı KHK ve 1 no'lu Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile Maliye ve Hazine Bakanlığı kapsamına alınmıştır.

⁵³¹ **Soner Yakar/Serkan Yılmaz Kandır**, “Türkiye’de Belediyelerin Tahvil İhracı ve Amerika Birleşik Devletleri Uygulaması”, Maliye Dergisi, Sayı 162, (2012), 432; **Sezen Güngör**, “Yerel Yönetimlerin Borçlanmaları”, Akademik Bakış Dergisi, Sayı 24 (2011), 10. <http://www.akademikbakis.org/eskisite/24/12.pdf> (Erişim: 12.05.2017).

Yerel yönetimlerin borçlanma araçları ihracı ile alakalı karşılaştırmalı bir inceleme için bkz. **Mustafa Özer**, “Yerel Yönetimlerin Borçlanma Araçları”, Gösterge Dergisi, (Bahar 2016), 48-64.

⁵³² **Tekin ve Memiş**, 159.

Sermaye piyasasına tâbi yatırım fonları, SerPK m. 10/1’de kusursuz sorumlulukları düzenlenen ihraççılar arasında zikredilmelerine rağmen; bunların tüzel kişiliklerinin olmadığı için, izahnameden doğan sorumluluk davasında taraf ehliyetleri söz konusu değildir. Bir başka ifade ile yatırım fonlarının ihraççı sıfatlarının, SerPK m. 10/1 bağlamında tatbikî bir karşılığı yoktur. Bununla birlikte fon kurucularının, fonun katılma payı sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsili, yönetimi, yönetiminin denetlenmesi ile faaliyetlerinin içtüzük ve izahname hükümlerine uygun olarak yürütülmesinden sorumlu olacakları da ifade edilmiştir (II-52.1 sayılı Tebliğ m. 9/1). Yabancı yatırım fonu payları için ise VII-128.4 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçları Ve Depo Sertifikaları İle Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği’nin 4’üncü maddesinin 1’nci fıkrasının (e) bendinde; fon ihraççısı, yatırım fonunun kurucusu veya yönetici olarak tanımlanmıştır. Bu bakımdan, sermaye piyasasına tâbi yatırım fonlarının kurucularını, VII-128.4 sayılı Tebliğ’de olduğu gibi; fon ihraççısı olarak tanımlamak ve kanunî düzenlemeye tatbikî bir mahiyet kazandırmak mümkündür. Bu tarz bir düzenlemenin, kanunda yapılması tercih edilmekle birlikte; VII-128.4 sayılı Tebliğ’de olduğu gibi, II-52.1 sayılı Tebliğ’de de bir düzenleme yapılabilecektir.

2.2.2.1.3. İhraççı Sayılanlar

İzahname, ilgilileri bakımından bir bilgi edinme vasıtası olduğu kadar; Kanun’da ve izahnamede zikredilen kimseler bakımından da, sorumluluk doğurucu bir belge niteliğindedir. Kavram, esas olarak SerPK çerçevesinde müesseseleştirilmiş; ayrıntılar ise düzenleyici idari işlemlerle şekillendirilmiştir. Bu esastan olmak üzere kanun koyucu ve idare, kazuistik bir yaklaşımla izahnamenin içeriği, şekli ve onaylanmasına dair son derece ayrıntılı düzenlemeler öngörmüşlerdir. Kavramın bu derece ayrıntılı düzenlenmiş olması, tabîî olarak genel tertibin lafzî şekilde yorumlanmasını beraberinde getirmiş; izahname kavramının, sadece Kanun ve ikincil düzenlemeler dairesinde öngörülenlerle sınırlı olacağı kanaatini kuvvetlendirmiştir. Bu değerlendirmeye paralel olarak, sermaye piyasası mevzuatı bağlamında geçerli ve sorumluluk tevhit etmeye elverişli bir izahnamenin; SerPK ve Kurul tebliğlerine göre hazırlanmış, onaylanmış ve yayımlanmış olması gerekir.

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda *izahname (prospectus)*, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu m. 2 (10)’da; *bir menkul kıymetin satımını teklif eden, her türlü*

kitapçık, duyuru, sirküler, reklam gibi yazılı veya radyo ve televizyon aracılığıyla gerçekleştirilen her türlü iletişim olarak tanımlanmıştır. Bu tanımda, izahnamenin kapsamı, nazari olarak geniş tutulmuştur. Bu noktada akla gelen husus, Türk hukukundaki izahname tanımının ayrıntıları ve yatırımcının korunması bakımından tezahürlerinin neler olduğudur. Bir başka ifadeyle, Türk hukuku bakımından izahname kavramını, sadece yazılı ve muhtevası mevzuat ve Kurulca belirlenen bir kamuyu aydınlatma belgesi olarak mı kabul etmek gerekir; yoksa kavrama daha geniş bir mana vererek, mevzuat ve Kurul tarafından izahname olarak addedilmeyen belgelerin de bu kapsama dahil mümkün müdür⁵³³? Bu anlamda öncelikle kanun koyucunun iradesini tespit etmek yerinde olacaktır.

Türk hukukunda izahname, teknik yönü ağır basan bir belge olarak; muhteva, şekil, onay ve yürürlük gibi hususlar bakımından tafsilatlı olarak düzenlenmiştir. Bunun yanı sıra, ilân, reklam ve Kurul tarafından izahname olarak addedilmeyen diğer açıklamalarla alâkalı ihdas edilen kanun ve tebliğ hükümleri de, izahname ile bunlar arasında katî bir sınır çizmeye matuftur. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 7'nci maddesinin 3'üncü fıkrasındaki düzenlemeye göre; ihraca ilişkin ilân, reklâm ve açıklamalar, izahname ile tutarlı olmalı; gerçeğe aykırı, abartılmış veya yanıltıcı bilgiler içermemelidir. Yine II-5.1 sayılı Tebliğin "*Tanıtım ve reklamlar*" kenar başlıklı 27'nci maddesindeki düzenlemeye göre; *reklam ve tanıtımlarda yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmamalı, ihraççının ve/veya halka arz edenin içinde bulunduğu duruma, ilgili sermaye piyasası aracına, varsa garantöre ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açmamalı ve izahnamede yer verilen bilgilerle tutarlı olmalıdır.* Aynı düzenlemede yer alan, "*Metinler, reklam olduğu kolayca farkedilecek şekilde oluşturulur*" ifadesiyle de; ilân, reklam ve diğer açıklamaların izahnameden açıkça ayrıldığı görülmektedir. Bu bakımdan, kanun koyucu ve idarenin iradesi, ancak kanun ve tebliğlerde öngörülen prosedür dairesinde hazırlanan ve onaylanan bir belgenin izahname olarak kabulünü gerektirmektedir.

Bu kabule rağmen, *reklam ve tanıtım* kenar başlıklı maddelere ve bunlara ilişkin açıklamalara, II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nde yer verilmek suretiyle; izahname ile reklam ve diğer açıklamalar arasındaki zihni bir bağlantının kurulduğu da

⁵³³ Ayoğlu, 2003/71/EC sayılı Yönerge'nin 5'inci maddesindeki tanımdan yola çıkarak; izahname kapsamına girecek belgelerin, Türk hukuku bakımından da geniş yorumlanabileceğini ifade etmiştir. Bkz. Ayoğlu, *Halka Arz*, 120.

anlaşılmaktadır. Gerçekten de, SerPK ve ilgili tebliğlerde öngörülen prosedür ve esaslara göre hazırlanan, onaylanan ve kamuya açıklanan izahname ile sözceliği halkı hisse senedi almaya davet eden ayrıntılı bir gazete ilanının işlevleri benzerdir. Ayrıca, başta bireysel yatırımcılar olmak üzere, açıklamanın muhataplarının onaylanmış izahname ile diğer açıklamalara dair algı ve değerlendirmeleri farklı değildir. İzahname her ne kadar, imzalı, hazırlanma esasları sıkı kurallara tâbi ve ayrıntılı bir belge olursa olsun; başarılı bir gazete ilânı yahut televizyon reklâmı kadar akılda kalıcı veya yatırım kararında etkili olmayabilir.

Kanun koyucu ve idarenin bu yaklaşımını, sermaye piyasasının ilkeleri ve hakkaniyet kaideleri karşısında yeniden ele almak gerekir. Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili tebliğler çerçevesinde izahname olarak addedilmeyen bir ilân, reklam yahut başkaca bir açıklama ile yatırımcının aldatılması ve neticesinde uğranılacak zararın, nasıl ve ne şekilde tazmin edileceği meselesine muhakkak surette çözüm bulunmalıdır. Kanun ve ikincil düzenlemeler dairesinde, bunların izahname olarak addedilemeyeceği açıktır. Bununla birlikte, muhtevası ve yatırımcılar üzerindeki etkisi bakımından bir izahname kadar kuvvetli olan bu belgelerde yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden dolayı, SerPK m. 10 ve 32 bağlamında ihdas edilen sorumluluk rejiminin uygulama alanı bulamayacak olması; kanaatimizce hakkaniyete ve yatırımcının korunması ilkesine aykırılık teşkil edecektir

2018 yılında patlak veren Çiftlikbank hadisesini, bu bap için bir misal olarak ele almak mümkündür⁵³⁴. Çiftlikbank tarafından, çeşitli reklâm ve ilânlar yolu ile halka ilân ve çağrılar yapılmış; bunların neticesinde, halka satılan sanal çiftlik hayvanları ve altınlar ile çok büyük meblağlarda tasarruf yurtdışına kaçırılarak, yatırımcılar mağdur edilmiştir. Kurul, Çiftlikbank tarafından yürütülen bu faaliyetlerle alâkalı olarak; basın ve yayın organlarında çıkan haberler neticesinde harekete geçebilmiştir. Anlaşılan odur ki,

⁵³⁴ Esasında bir çevrimiçi oyun mahiyetinde olan Çiftlik Bank'da; oyuna katılım ile hediye olarak sadece 1 tavuk satın alma imkânı veren 15 altın alan oyuncular (yatırımcılar), oyunda ilerlemek adına daha fazla altın satın alarak, sahip oldukları çiftlik hayvanlarının sayısını artırmaya çabalıyorlardı. Çiftlik Bank, yatırılan bu paralarla gerçek çiftlik, tesis ve büyük baş hayvan yatırımı yaptığını iddia ediyordu; hatta bu çiftliklerde üretilen ürünlerin de yurdun dört bir yanında satışa sunulduğu ifade ediliyordu. Fakat sistemin asıl özelliği, sisteme arkadaşını da dâhil edenlerin daha çok para kazanma imkânına sahip olmasıydı. Gerçek bir hayvansal üretim faaliyetinin söz konusu olmadığı ise, sisteme para yatıran 77 bin 843 kişiden toplanan 511,7 milyon liranın 113,4 milyon lirasının Kıbrıs'taki bankalara kaçırılması ile ortaya çıkıyordu. "Eğrisiyle doğrusuyla Çiftlik Bank gerçeği ve mağdurları", <http://www.milliyet.com.tr/Egrisiyle-dogrusuyla-Ciftlik-Bank-gercegi-ve-magdurlari-molatik-7270/> (Erişim: 15.03.2018).

İşin ilginç tarafı ise; SPK'nın yanı sıra, adında "Bank" ifadesi geçen bir işletmenin faaliyetleri ile BDDK'nın da hiçbir şekilde ilgilenmemiş olmasıdır.

Çiftlikbank faaliyetlerinin bir sermaye piyasası faaliyet olarak nitelendirilmesi noktasında; hem kamuoyu, hem de Kurul pek istekli olmamışlardır. Kanaatimiz o ki; Çiftlikbank tarafından yürütülen faaliyetler, sermaye piyasası faaliyetleri kapsamında değerlendirilmelidir. Birincisi, Çiftlikbank tarafından satılan ürünler; sermaye piyasası araçlarının özelliklerini gösterir. Çiftlikbank tarafından satılan hayvanlar ve altınlar; belli bir meblağı temsil eder, misli niteliktedir, dönemsel gelir getirir, yatırım aracı olarak kullanılır ve ortaklık yahut alacaklılık hakkı sağlar. İkincisi, bu sanal hayvanların ve altınların satılmasında, halka arz usulü benimsenmiştir; çok sayıda kişiye karşı yöneltilen bir icap söz konusudur. Bu bakımdan, Kurulun bu faaliyetlere ilgisiz kalması; sahanın bir bakıma ceza hukuku alanına terk edilmesi ve hukukî sorumluluğun etkin şekilde düzenlenmemesini beraberinde getirecektir.

Çiftlikbank faaliyetleri ile alâkalı reklâm ve ilânlar, gazete, televizyon yahut internette yayımlanmaya henüz başlamışken, bu faaliyetlerin sermaye piyasası faaliyeti mahiyetinde olduğu tespit edilebilse ve Kurul tarafından Çiftlikbank'a müdahale edilebilse; söz konusu zarar ve mağduriyetlerin önüne geçilmesi, belki mümkün olabilecekti. Bununla birlikte, merî hukuk bakımından; Kurulun, kendisine bir halka arz başvurusu olmaksızın, Çiftlikbank ve benzeri şirketlerin faaliyetlerine müdahale edebilmesi mümkün değildir. Fakat kanaatimiz o ki; SerPK ve Kurul tebliğlerine göre nizamî bir izahname ile Kurul'a başvurmayan ya da onaylanmış ve yayımlanmış bir izahname olmaksızın, bu şekilde sermaye piyasası aracı olarak kabul edilebilecek evrak ve sözleşmeleri, genel bir çağrı ile halka satanların ihraççı sayılması gerekir.

Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurul düzenlemeleri bağlamında, bir izahname olarak kabulü mümkün olmayan bu bilgi ve belgeler ile alâkalı olarak; TTK m. 12'deki düzenlemeleri değerlendirmek gerekir. Türk Ticaret Kanunu'nun 12'nci maddesinin 2'nci fıkrasında yer alan düzenlemeye göre; bir ticari işletmeyi kurup açtığını, sirküler, gazete, radyo, televizyon ve diğer ilân araçlarıyla halka bildirmiş veya işletmesini ticaret siciline tescil ettirerek durumu ilân etmiş olan kimse, fiilen işletmeye başlamamış olsa bile tacir sayılır. Bu noktada, ilân veya tescil suretiyle üçüncü kişilerde oluşan intibâ, hukuk düzeni tarafından korunmaktadır. Benzer bir müessese, sermaye piyasası bağlamında, "*ihraççı*

sayılma” şeklinde bir yaklaşım ile ihdas edilebilir⁵³⁵. Bu tarz bir düzenleme, özellikle halkın istismarı yahut aldatılması noktasında; sermaye piyasasına özgü araç yahut metotların kullanılmasının önüne geçebilecektir. İhraççı sayılmanın tabîî bir neticesi de; bunların, SerPK m. 10 ve 32’de düzenlenmiş olan sorumluluk rejimine tâbi olmalarıdır.

Bu izahat dairesinde, Sermaye Piyasası Kanunu’nun “*Kısaltmalar ve tanımlar*” kenar başlıklı 3’üncü maddesine, aşağıdaki tanımın eklenmesinin yerinde olacağı kanaatindeyiz:

“İhraççı sayılanlar: Kanun, Kurul tebliğleri ve izahname standartlarına uymaksızın ve Kurula herhangi bir başvuru yapmaksızın, Kurulca sermaye piyasası aracı mahiyetinde kabul edilebilecek evrak yahut sözleşmeleri halka satacağını; sirküler, gazete, radyo, televizyon, internet veya diğer araçlarla halka ilân eden kişileri ...”

2.2.2.1.4. Gayrinizamî İzahname

İhraççı sayılanlara dair yukarıda değinilen nazarı temellerden yola çıkarak; özellikle Kanun, tebliğ yahut izahname standartlarına göre hazırlanmamış ve Kurulca tasdik edilmemiş olmasına rağmen; bu şekilde hazırlanmış ve tasdik edilmiş nizamî bir izahnamedeki bilgileri değiştirecek mahiyetteki her türlü izahatın da, hukukî bir sorumluluğu tevhit etmesi gerektiği kanaatindeyiz.

Tasdik edilmiş ve yayımlanmış bir nizamî izahnamede yer alan bilgileri değiştiren ilân, açıklama yahut belgeleri, *gayrinizamî izahname* olarak adlandırmak mümkündür. Yukarıda, izahnamenin bir icap niteliğinde olduğu ve buna bağlı olarak izahnamede, sermaye piyasası aracının satışına dair esaslı tüm unsurların yer aldığı ifade edilmişti⁵³⁶. Bir başka ifade ile yatırımcılar, izahname ve eklerinde, satın almak istedikleri sermaye piyasası aracına ve halka arza dair esaslı tüm unsurları bulabilmekte; satışın en ince ayrıntısına kadar bilgi sahibi olabilmektedirler. Bu bakımdan kanaatimiz o ki, sermaye piyasası aracının satışına dair esaslı unsurlar içeren yahut izahnamede açıklanan esaslı

⁵³⁵ Tacir sayılanlar için, tacir olmanın tüm sonuçları cârîdir; tacir olmanın haklarından istifade edebilecekleri gibi, tacir olmanın yükümlüklerine de tâbidirler. Bkz. **Rıza Ayhan/Hayrettin Çağlar**, Ticari İşletme Hukuku Genel Esaslar, Tamamen Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 10. Bası, Ankara 2017, 223.

⁵³⁶ Bkz. Birinci Kısım 1.3.7 numaralı başlık.

unsurları değiştiren mahiyetteki tüm belge ve açıklamalar; *gayrinizamî izahname* kabul edilerek; SerPK m. 10 ve 32 bağlamındaki sorumluluk rejimine tâbi olmalıdırlar.

Gayrinizamî izahname, ismiyle müsemma olarak herhangi belirli bir şekil ya da usule tâbi değildir. Bir gazete ilânı, bir radyo yahut televizyon reklâmı, bir internet duyurusu ya da ihraççı şirketin genel müdürünün bir ekonomi dergisine verdiği mülâkat da bu kapsamda telakki edilebilir. Bu noktada önemli olan, *gayrinizamî izahnamenin* bir belge niteliğinde; bir başka ifade ile sözleşmenin esaslı unsurlarına dair bilgiyi muhafazaya ve tekrar kullanmaya imkân sağlayacak, fizikî ve teknik özellikleri haiz olmasıdır. Bu kapsamdaki açıklamaların bireysel iletişim araçları, kısa mesaj, e-posta veya internet bankacılığı üzerinden müşterilere gönderilen mesajlar aracılığıyla muhataplarına ulaştırılması dahi mümkündür.

Merî mevzuat dairesinde, *gayrinizamî izahname* olarak adlandırdığımız açıklamaların; SerPK m. 10 ve 32’de düzenlenen izahnameden veya kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk rejimine tâbi olmaları mümkün değildir. Bu noktada, *nizamî bir izahnamede yer alan bilgileri değiştiren ilân veya açıklamaların; bir kanunî düzenlemeyle, SerPK m. 10 ve 32 bağlamında sorumluluk rejimine dâhil edilebilir. “Bir kamuyu aydınlatma belgesinde arz edilen esaslı bilgileri değiştiren mahiyetteki tüm açıklamalar, ayrı bir kamuyu aydınlatma belgesi kabul edilir”* şeklinde bir düzenleme ihdas edilerek Kanun’a yahut tebliğe derç edilmesi teklif edilebilir. Bunun gibi, bu açıklamaların SerPK m. 10 veya 32 bağlamında bir sorumluluğa yol açacağı; içtihat hukuku dairesinde kararlaştırılabilir.

2.2.2.2. Halka Arz Eden

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3’üncü maddesinin 1’inci fıkrasının (f) bendinde halka arz; *sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış* olarak tanımlanmıştır. Halka arz eden ise; *sahip olduğu sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek üzere Kurula başvuruda bulunan gerçek veya tüzel kişiler* olarak tanımlanmıştır (SerPK m. 3/1-g). Sermaye Piyasası Kanunu’nda verilen bu tanımlarda; yapılacak işlem esas alınmıştır. Halka arz eden sıfatını haiz olmak; sermaye piyasası araçlarının halka arzı edilmesi için

Kurula başvuru yapılmasına bağlıdır. Bu bakımdan, Kurula herhangi bir başvuru söz konusu olmadığı için; SerPK m. 16/1’de düzenlenen ve pay sahibi sayısının beş yüzü (500) aşması neticesinde kazanılan halka açık ortaklık sıfatı, hisse senetlerinin satıcılarının halka arz eden olarak kabulünü sağlamayacaktır.

Sermaye piyasası araçlarını halka arz edenler, SerPK m. 3/1-g’de yapılan halka arz tanımından da anlaşıldığı üzere; sermaye piyasası araçlarının malikleridir. Bu bakımdan halka arz eden, bizzat ihraççı olabileceği gibi; sermaye piyasası araçlarına sahip olan hissedarlar, bir başka ifade ile ihraççı dışındaki başkaca gerçek yahut tüzel kişiler de olabilir. Halka arz eden, kısaca ifade etmek gerekirse; sermaye piyasası aracının satıcısıdır. İhraççı ile halka arz edenin aynı kimseler olması hâlinde; izahnamede halka arz edenlerin de ayrıca belirtilmesi tabii olarak gerekmeyecektir.

İhraççı olmayan halka arz edenler tarafından gerçekleştirilen halka arzlarda ihraççı; izahnamenin hazırlanmasına dair kolaylaştırıcı bütün tedbirleri almak zorundadır (SerPK m. 4/5). Halka arz eden, izahnameyi hazırlarken ihtiyaç duyacağı bilgilerin önemli bir kısmını ihraççıdan temin edecektir. Bu bakımdan ihraççının, halka arz eden tarafından talep edilecek belge ve kayıtları hazırlamak ve halka arz edene sunmak gibi bir vazifesi söz konusudur. Bu nedenle *Kara*, halka arz edenin kamuyu aydınlatma belgeleri ve dolayısıyla izahnameden doğan zararlardan sorumlu tutulmasının yerinde olmadığı kanaatini taşımaktadır. Müellif, halka arz için gerekli bilgi ve belgelerin ihraççıdan temin edileceğini; halka arz edenin bu bilgi ve belgeleri tam anlamıyla ve her yönüyle incelemesinin mümkün olamayabileceğini ifade etmiştir⁵³⁷.

Kara tarafından serdedilen bu görüşü paylaşmıyoruz. Birincisi, halka arz eden satıcı konumundadır; bu bakımdan halka arz edenin sorumluluğunun bir vechesi de, TBK m. 219’da ifadesini bulan, satıcının ayıptan doğan sorumluluğu ile aynı nazarî temele istinat eder. Söz konusu düzenlemeye göre satıcı, herhangi bir şekilde bildirdiği niteliklerin satılarda mevcut olmaması sebebiyle sorumlu olduğu gibi, nitelik veya niteliği etkileyen niceliğine aykırı olan, kullanım amacı bakımından değerini ve alıcının ondan beklediği faydaları ortadan kaldıran veya önemli ölçüde azaltan maddi, hukukî ya da iktisadî ayıpların bulunmasından da sorumlu olacaktır. (TBK m. 219/1). Özel hukuk bakımından

⁵³⁷ *Kara*, *Kamuyu Aydınlatma*, 144. Benzer bir yaklaşım için bkz. *İnceoğlu* s. 136.

iki eşit taraf arasındaki satış sözleşmesi kapsamında, satılan şeydeki ayıplardan doğan sorumluluğun düzenlendiği hükme göre; satıcının sorumluluğu için kusurlu olması gerekmediği gibi⁵³⁸, ayıpların varlığını bilmesi dahi gerekmemektedir (TBK m. 219/2). Hâl böyle iken, yatırımcının korunmasına özel bir önem atfedilen sermaye piyasası hukukunda satıcının; genel hüküm mahiyetindeki borçlar hukuku düzenlemelerinden daha avantajlı bir konumda yer alması, kanaatimizce mâkûl ve anlaşılabilir değildir.

Halka arz eden, sahip olduğu sermaye piyasası aracını, itibarî değerinden daha yüksek bir fiyattan satmak suretiyle; bir prim geliri de elde edebilmektedir. Bu hâlde halka arz eden önemli bir iktisadî menfaat elde etmekte; bununla birlikte bu menfaat, ihraççının kasasına herhangi bir şekilde yansımamaktadır. Kaideten, bir şeyin menfaatine ve nimetine nail olan kimse; o şey ile alâkalı külfet, yükümlülük ve zararlara da katlanmalıdır⁵³⁹. Halka arz edenin, prim geliri elde etmesinin muhtemel olduğu dikkate alınır; bu satışa dair külfet ve yükümlülükleri de taşıdığı kabul etmek gerekir. Bununla birlikte, izahnamede yer alan bilgilerin büyük ölçüde ihraççı tarafından sağlanacağı ve halka arz edenin ihraççı tarafından hazırlanan ve arz edilen bu bilgi ve belgeleri inceleme ve araştırma imkânının sınırlı olduğu dikkate alınarak; SerPK m. 10/1’de halka arz eden, ikinci dereceden sorumlu olarak düzenlenmiştir⁵⁴⁰. Kanaatimiz odur ki, yatırımcının korunması ilkesi nazara alındığında; halka arz edenin, halka arz ettiği sermaye piyasası araçları ile sınırlı olmak kaydıyla birinci dereceden sorumlu tutulabilmesi, kayda değer bir tartışmaya vücut verebilecektir.

2.2.2.3. Lider Aracı Kurum

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10’uncu maddesinin 1’inci fıkrasında; lider aracı kurum, izahnameden doğan zararın ihraççıdan tazmin edilememesi hâlinde sorumluluğu söz konusu olabilecekler arasında zikredilmiştir. Aracı kurumlar⁵⁴¹, SerPK m. 37’de on (10) bent hâlinde sayılan yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini; Kurul tarafından

⁵³⁸ Hüseyin Hatemi/Rona Serozan/Abdülkadir Arpacı, Borçlar Hukuku Özel Bölüm, İstanbul 1992, 110.

⁵³⁹ Bkz. Mecelle-i Ahkâm’ı Adliyye m. 87 “*Mazarrat menfaat mukaabelesindedir.*”

⁵⁴⁰ Gökçe Turan, “*Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları*”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 20 (1), (2016), 204, dn. 34.

⁵⁴¹ İngilizce’de aracı kurum kavramını *underwriter* kelimesi; aracılık faaliyetini de *underwriting* kelimesi karşılar. *Underwriting* kelimesi, lügat manası bakımından ise, “*garanti etmek*”, “*taahhüt*”, “*sigorta etmek*” gibi manalara gelir. Lügat anlamı dikkate alınacak olursa; aracı kurumların salt aracılık faaliyetlerini aşan bir ehemmiyet arz ettiği açıktır.

yetkilendirilmek suretiyle icra eden yatırım kuruluşlarıdır. Aracı kurumlar, bu on (10) bent hâlinde sayılan faaliyetlerden; (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde sayılan beş grup faaliyeti münhasıran icraya yetkilidir (SerPK m. 3/1-a)⁵⁴². Aracı kurumlar, buna göre SerPK m. 37’de zikredilen; sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi ve sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımına ilişkin faaliyetlerin yanı sıra; aynı hükmün (e) ve (f) bentlerine göre yüklenimde bulunarak veya bulunmaksızın halka arza aracılık edebileceklerdir⁵⁴³.

2.2.2.4. Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri

Halka arza aracılık, aracılık faaliyetini yürütmeye yetkili bir kuruluşun; ihraççı veya halka arz edenle, bir halka arza aracılık sözleşmesi akdetmesiyle başlayan süreci ifade eder. Halka arza aracılık sözleşmesi ise, mevzuata göre halka arza aracılık yetkisine sahip bir aracı kuruluş ile ihraççı veya halka arz eden arasında; halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık edilmesini konu alan bir sözleşme türüdür⁵⁴⁴.

2.2.2.4.1. Halka Arza Aracılık Sözleşmesinin Türleri

Halka arza aracılık faaliyetleri, III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in 51’inci maddesinde tanımlanmış ve halka arza aracılık sözleşmelerinin türleri düzenlenmiştir. Düzenlemeye göre halka arza aracılık, aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığı olmak üzere iki şekilde icra

⁵⁴² SerPK m. 37/1: “*Bu Kanun kapsamına giren yatırım hizmetleri ve faaliyetleri şunlardır:*

a) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi

b) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi

c) Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı

...

e) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi

f) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi”.

⁵⁴³ Her ne kadar SerPK m. 3/1-a hükmünde, aracı kurumların “*münhasır*” yetkisinden bahsedilmişse de; SerPK m. 39/9’da yer alan düzenlemeye göre; mevduat bankaları dışındaki bankalar da, bir başka ifade ile yatırım ve kalkınma bankaları da, SerPK m. 37/1 (e) ve (f) bentlerindeki faaliyetleri yürütebileceklerdir. Bu nedenle, aracı kurum ifadesi ile bu bapta kastettiğimiz; yatırım ve kalkınma bankalarını da içine alacak şekilde, aracı kuruluşlardır. Bu bakımdan kanun koyucu, SerPK m. 10 bağlamında sorumlu olacak kimselerle alakalı, “*lider aracı kurum*” yerine “*lider aracı kuruluş*” ifadesini tercih etseydi daha yerinde olabilirdi.

⁵⁴⁴ **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 181.

edilebilir⁵⁴⁵. Aracılık yüklenimi faaliyeti için verilen izin, en iyi gayret aracılığı faaliyet iznini de kapsar. Ancak, sadece en iyi gayret aracılığı faaliyetinde bulunmayı kapsayan bir yetkilendirme de mümkün olabilir. (III-37.1 say. Tebliğ m. 51/2).

Aracılık Yüklenimi

Aracılık yüklenimi veya bir başka ifade ile yüklenimli aracılık sözleşmeleri; bir satın alma taahhüdü ya da peşinen satın alma mahiyetindeki bir “yüklenim”e istinat eder⁵⁴⁶. Aracılık yüklenimi; bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim sözleşmeleri olarak ikiye ayrılır: “*Old fashioned*”, “*strict*”, “*standby underwriting*” gibi İngilizce karşılıkları olan bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri⁵⁴⁷; sermaye piyasası araçlarının halka arz edilerek satılması ve satılmayan kısmın bedelinin, satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek aracı kurum tarafından satın alınması taahhüdünü öngörür⁵⁴⁸. Aracılık yükleniminin diğer türü ise, “*full underwriting*” ya da “*firm commitment underwriting*” olarak ifade edilen tümünü yüklenim (*kesin bağlantı aracılığı*) sözleşmeleridir. Tümünü yüklenim türündeki aracılık sözleşmelerinde, aracı kuruluş sermaye piyasası araçlarının bedelini satış henüz başlamadan tam ve nakden ödemek suretiyle bunları satın almaktadır⁵⁴⁹.

Aracılık yükleniminin, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim sözleşmelerinin alt türleri olarak; kısmî şekilde gerçekleştirilmesi de mümkündür. Kısmen bakiyeyi yüklenim sözleşmesi, halka arz edilen ve fakat satılmayan sermaye piyasası araçlarının bir bölümünün aracı kurum tarafından satın alınması esasına dayanır⁵⁵⁰. Kısmen tümünü yüklenim sözleşmesi ise, sermaye piyasası araçlarının bedelini, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödemek suretiyle, bir kısmının satın alınarak halka satılmasını öngören

⁵⁴⁵ Öğretide, halka arza aracılık türlerinin iktisat ve finans biliminin konusu olduğu ve yatırım bankacılığı endüstrisinin sürekli bir gelişim içinde bulunması nedeniyle Kanun’un bu türleri belirleme yoluna gitmesinin yerinde olmadığı ifade edilmiştir. Bkz. **Kütükçü**, 440 vd. 2499 Sayılı Kanun dönemindeki Seri: V No: 46 Sayılı Tebliğ yürürlükteyken ileri sürülen bu görüş, an itibariyle yürürlükte bulunan III-37.1 Sayılı Tebliğ nazara alındığı takdirde de geçerliliğini sürdürecektir. *Kütükçü*’nün görüşleri, ilkesel olarak düşünüldüğünde yerindedir; fakat uygulamada ortaya çıkan sözleşme türlerinin Tebliğ’de açıklanan türlerden veya bunların varyasyonlarından oluşacağı da açıktır. Aynı yönde bkz. **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 210-211.

⁵⁴⁶ İngilizce’de taahhüt, garanti, sigorta etmek anlamına gelen “*underwriting*” teriminin, tam olarak karşılığını bulduğu ve sözleşme aracılık yüklenimidir. Aracı kuruluş, bu tür sözleşmelerde, ihraç edilen sermaye piyasası aracının bir şekilde satılacağını taahhüt etmekte, garanti etmektedir.

⁵⁴⁷ Bkz. **Oğuz Kürşat Ünal**, “Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği”, Gazi Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi, 1 (1), (1997), 100 vd.

⁵⁴⁸ **Çağlar Manavgat**, *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar*, Ankara 1991, 64; **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 216.

⁵⁴⁹ **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, 74; **İnceoğlu**, 30; **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 219; **Manavgat**, *Aracı Kurumlar*, 65.

⁵⁵⁰ **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 223.

sözleşmelerdir (III-51.7 say. Tebliğ m. 51/1-a). Bu aracılık yüklenimlerinin, aşağıda incelenecek olan en iyi gayret aracılığına ilişkin esaslarla beraber uygulanması da, şüphesiz ki işin tabiatına uygundur ve mümkündür.

Ünal, aracılık sözleşmesine göre, aracı kuruluşların ihraççıdan satın aldıkları sermaye piyasası araçlarını halka arz etmelerini; ilk halka arz işlemlerini meydana getiren bir zincirin halkası olduğundan bahisle, birinci el piyasa işlemi olarak kabul etmektedir⁵⁵¹. *Manavgat* ise, bunun bir ikinci el piyasa işlemi olduğunu ifade eder⁵⁵². Aracılık yükleniminde amaç, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluşa satışı ve bunların aracı kuruluş tarafından ticareti değildir; sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesidir. Bu esastan olmak üzere, *Ünal*'ın görüşüne katılmakla beraber; işlemin birinci el veya ikinci el piyasa işlemi olmasının izahnameden doğan sorumluluk bakımından bir önemi olmadığını ifade etmek gerekir.

En İyi Gayret Aracılığı

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda “*best effort underwriting*” olarak adlandırılan yüklenimsiz halka arza aracılık sözleşmeleri; III-37.1 Sayılı Tebliğ’in 51/1-b maddesinde, en iyi gayret aracılığı olarak düzenlenmiştir. Düzenlemede en iyi gayret aracılığı, ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilen satış süresi içinde satışa sunulması; satılmayan kısmın ise satışı yapana iade edilmesi veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılması olarak tanımlanmıştır⁵⁵³. Bu tür sözleşmelerde aracı kuruluş, gerçekleştirdiği satış üzerinden bir komisyona hak kazanmaktadır⁵⁵⁴. En iyi gayret aracılığı sözleşmelerinin, aracı kuruluşlarca tercih edilmesinin sebebi; malî yapısı zayıf olan aracı kuruluşlarının risk üstlenmeksizin aracılık faaliyetlerinde bulunmalarına imkân tanınmasıdır⁵⁵⁵.

⁵⁵¹ **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, 34. Aynı yönde bkz. **Mutlu Uşaklı**, 81.00

⁵⁵² **Manavgat**, *Aracı Kurumlar*, 65.

⁵⁵³ Bazı müelliflerce, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde, hukukî açıdan bir yüklenimin söz konusu olduğu ve bunların da aracılık yüklenimi kavramı içerisinde yer alması gerektiği ifade edilmiştir. **Hamdi Yasaman**, *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku*, İstanbul 1992, 112.

⁵⁵⁴ **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 213.

⁵⁵⁵ **Mustafa Sencer Kara**, *Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması* (Yayımlanmamış Doktora Tezi – Ankara Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü), Ankara 2006, 117.

Ünal, ABD hukukuna atfen, bir yüklenim olmaksızın; basit anlamıyla bir pazarlama hizmeti çerçevesinde de, en iyi gayret aracılığı niteliğinde bir halka arza aracılık sözleşmesinin mümkün olabileceğini ifade etmiştir⁵⁵⁶. Bu çerçevede aracı kuruluş faaliyeti; iş çevresi, tecrübeleri, iş yeri ve imkânları, personel desteği ve tahsisi veya reklam, danışmanlık vs. gibi konularda hizmet verilmesi ile sınırlı olabilir. Müellifin görüşlerinin hülasası, aracı kurumun ihraççıya karşı sorumluluğunun, sözleşme hürriyeti kapsamında, yüklenim niteliği arz etmeyecek ve basit bir pazarlama hizmeti çerçevesinde değerlendirilebilecek şekilde kararlaştırılmasının mümkün olduğudur. *Mutlu Uşaklı* ise bu görüşe katılmamakta; en iyi gayret aracılığında aracı kuruluşun, doğrudan malî bir risk üstlenmese de sermaye piyasası araçlarının satışı için elinden gelen gayreti göstermekle yükümlü olduğunu ve bu noktadaki yükümlülüklerinin ihlâli hâlinde, sorumluluğunun söz konusu olacağını ifade etmektedir⁵⁵⁷.

Bu noktadaki tartışmalar, esasında yüklenim sözcüğüne atfedilen anlamla alâkalıdır. Kanun ve Tebliğ'deki yüklenim ifadesi sermaye piyasası hukukuna özgü bir şekilde; özellikle malî ve finansal bir kavram olarak anlaşılmalıdır. Şöyle ki, sermaye piyasası araçlarının satılamaması hâlinde aracı kurumun satın alma yükümlülüğünü kapsayan “*yüklenim*” ifadesini; yükümlülük, sorumluluk veya külfet kavramlarını kapsayacak şekilde, daha geniş yorumlamak kanaatimizce isabetli değildir. En iyi gayret aracılığında, bir aracılık faaliyeti olmakla beraber; bir aracılık yükleniminin söz konusu olmadığını ifade edebiliriz⁵⁵⁸. Bununla birlikte, izahnamedeki konum ve sorumlulukları bakımından; özellikle yüklenim ifadesine verilen anlam bakımından bir fark bulunmadığını belirtmekte yarar vardır. Fark daha ziyade, aracı kuruluş ile ihraççı arasındaki ilişkiyle alâkalı olarak kendini gösterir.

2.2.2.4.2. Halka Arza Aracılık Sözleşmesinin Hukukî Niteliği

Halka arza aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğini belirlemek noktasında, öğretilerde farklı kıstaslar değerlendirme konusu yapılmıştır. Bazı müellifler aracı kurumların halka arz sürecinde, kimin nam ve hesabına hareket ettiğinden yola çıkarak bu tespiti

⁵⁵⁶ *Ünal*, *Sermaye Piyasası*, 606 vd.

⁵⁵⁷ *Mutlu Uşaklı*, 72 vd.

⁵⁵⁸ Aynı yönde bkz. *Ünal*, *Aracı Kurumlar*, 74.

yaparken⁵⁵⁹; bazıları ise bunun kıstas alınmasını eleştirerek, halka arza aracılık sözleşmesinden doğan hak ve borçların neler olduğuna dikkat çekmektedirler⁵⁶⁰.

Kanaatimizce bu iki kıstas da değerlendirilerek, halka arza aracılık sözleşmesinin hukukî niteliği her sözleşme açısından ayrıca tespit edilmelidir. Öğretide, aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığı ayrıca değerlendirilmiş; bunlar büyük ölçüde, vekâlet sözleşmesi veya vekâlet sözleşmesinin komisyonculuk, simsarlık gibi alt türlerinden biri olarak nitelendirilmiştir⁵⁶¹. Aracı kurumun bir başkası, yani ihraççı nam ve hesabına hareket ettiği hâllerde; kural olarak vekâlet sözleşmesinin mevcut olduğu kabul edilmektedir⁵⁶². Aracı kurumun kendi namına ve başkası hesabına hareket etmesinin komisyonculuk; kendi nam ve hesabına hareket etmesi hâlinde ise, ihraççı ile arasında bir satım sözleşmesinin var olduğu ifade edilmiştir⁵⁶³. Bunun yanı sıra, halka arza aracılık sözleşmesini bir istisna veya hizmet sözleşmesi niteliğinde olabileceği de ileri sürülmüştür⁵⁶⁴.

Kanaatimizce halka arza aracılık sözleşmesinin özü, vekâlet sözleşmesidir. Bununla birlikte, SerPK m. 10 ve 32’de yer alan özel koruma normları; aracı kurumların izahnameden doğan sorumluluğunu, vekâlet sözleşmesinin teorik köklerinden koparmıştır. Bu, sermaye piyasasının yatırımcının korunması düşüncesiyle kanun koyucu tarafından son derece ayrıntılı bir şekilde düzenlenmesinin yanı sıra; teknik bilgi ve uzmanlık gerektiren bir saha olması hasebiyle de, müvekkilin talimat verme kabiliyetinin sınırlı olmasının tabii bir neticesidir⁵⁶⁵.

⁵⁵⁹ Bkz. **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, 76 vd.; **Tanör**, *Cilt I*, 285; **Manavgat**, *Aracı Kurumlar*, 84.

⁵⁶⁰ **İnceoğlu**, 76.

⁵⁶¹ Tartışmalar için bkz. **İnceoğlu**, 79 vd.; En iyi gayret aracılığında, aracı kuruluş ile ihraççı arasında bir vekâlet sözleşmesi bulunduğu hakkında bkz. **Ayşe Nur Berzek**, “Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul 1995, 57.

⁵⁶² **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, 78; **Manavgat**, *Aracı Kurumlar*, 85-86; **Yasaman**, 114-115.

⁵⁶³ **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, 78; **Tanör**, *Cilt I*, 285; **Manavgat**, *Aracı Kurumlar*, 86;.

⁵⁶⁴ **Reha Poroy**, “*Sermaye Piyasasının Hukuki Sorunları ve Düzenleme Gereklere*”, Türk Ekonomisinin Finansman Gereği ve Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, 17 Aralık 1979, 24 (**İnceoğlu**, 75 dn. 2’den naklen).

⁵⁶⁵ Aynı yönde bkz. **İnceoğlu**, 104; **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 288.

2.2.2.4.3. Aracılık Konsorsiyumu ve Lider Aracı Kurum Kavramı

Halka arz edilmesi söz konusu olan sermaye piyasası araçlarının büyük meblağlara ulaşması; halka arza bağlı risklerin paylaşılarak azaltılması ihtiyacını gündeme getirmiştir. Bu amaca matuf olarak; halka arza aracılık faaliyetinin, aracı kuruluşlar tarafından kurulan konsorsiyumlar tarafından gerçekleştirilmesi mümkündür⁵⁶⁶. Bunun yanı sıra, bazı aracı kuruluşların sektörel ve bölgesel tecrübelerinden yahut ticari itibarlarından faydalanmak; ya da daha fazla yatırımcıya ulaşabilmek gibi amaçlarla da aracılık konsorsiyumu kurulabilir⁵⁶⁷. Keza Sermaye Piyasası Kanunu'nun 42'nci maddesi ile kendisine verilen yetkiye istinaden Kurul; yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetler itibariyle yüklenilebilecek malî sorumluluğa ilişkin bir üst sınır belirleyebilecektir. Bu hâlde de, sınırı aşan tutardaki halka arzlarda, aracılık konsorsiyumu kurmak bir zorunluluk olarak ortaya çıkacaktır⁵⁶⁸.

Konsorsiyum sözleşmeleri, Türk hukukunda düzenlenmemiş olmakla beraber; 1 Seri No'lu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği 2.5.2. maddesinde konsorsiyumun, her konsorsiyum üyesi tarafından yüklenilecek işin belirli olduğu bir tür iş ortaklığı olduğu ifade edilmiştir⁵⁶⁹. Aracılık konsorsiyumunda da (*Underwriting Syndicate*) aracı kuruluşlar, birbirlerinden bağımsız olarak işin belirli bir kısmın üstlenmektedirler. Öğretide konsorsiyum, adi şirketin bir türü olarak sayılmaktadır⁵⁷⁰. Halka arza aracılık sözleşmesinin, bir tür vekâlet sözleşmesi olmasına binaen; konsorsiyum üyesi aracı kuruluşların, birlikte vekil konumunda olduğunu da ifade etmek gerekir⁵⁷¹.

⁵⁶⁶ Şakar, 37; Mustafa Sencer Kara, "Aracılık Konsorsiyumu", Selçuk Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi, 23 (1), (2015), 317; İnceoğlu, 114; Arı, 101; Ayoğlu, *Halka Arz*, 193. Aracılık konsorsiyumları, öğretide emisyon konsorsiyumları olarak da ifade edilmiştir. Bkz. Barlas, 180 ve Turan Şahin, "Konsorsiyum Sözleşmesi", TBB Dergisi, TBB Dergisi, Sayı 92, (2011), 456.

⁵⁶⁷ Demissew Diro Ejara, "Syndicate Size In Global IPO Underwriting", International Business & Economics Research Journal, 6 (3), (2007), 50; Ayoğlu, *Halka Arz*, 194; Kara, *Aracılık Konsorsiyumu*, 318.

⁵⁶⁸ Ünal, *Aracı Kurumlar*, 200; İnceoğlu, 114; Ayoğlu, *Halka Arz*, 300.

⁵⁶⁹ 2009/2 sayılı Ticaret Şirketlerinin Tüzel Kişiliği Bulunmayan Bir Ortaklık Yapısı İle İşlettikleri Ticari İşletmelerin Ticaret Sicillerine Tescili Hakkında Tebliğ (R.G. 27187) m. 3'de yer alan düzenlemeye göre; konsorsiyumların müşterek bir ticaret unvanı kullanabilmeleri mümkündür.

⁵⁷⁰ Şahin, 452-453; Ünal, *Aracı Kurumlar*, 200; Mehmet Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, 8. Bası, İstanbul 2014, 25; Arı, 101; Nami Barlas, *Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri*, İstanbul 2012, 257; Kütükçü, 435; Berzek, 60; İnceoğlu, 122; Ayoğlu, *Halka Arz*, 310.

⁵⁷¹ Manavgat, *Aracı Kurumlar*, 98.

Aracılık konsorsiyumu, III-37.1 Sayılı Tebliğ'in 56 vd. maddelerinde düzenlenmiştir. Halka arzın bir konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi hâlinde; konsorsiyum işlerini sevk ve idare edecek bir konsorsiyum lideri, yani lider aracı kurum tayin edilir. Konsorsiyum lideri; Kurula, resmi kurumlara, ihraççıya, halka arz edene ve üçüncü kişilere karşı konsorsiyumu temsil eder (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 56/2). Birden fazla aracı kuruluşun lider aracı kurum olarak tayin edilmesi de mümkündür; bu hâlde, eş liderlik söz konusu olur⁵⁷². Lider aracı kurum veya birden fazla lider aracı kurum varsa bu eş liderler, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1) m. 7/4'deki düzenlemeye göre izahnameyi birlikte imzalayacaklardır.

2.2.2.4.4. Aracı Kuruluş Sorumluluğunun Nazarı Temelleri

Aracı kuruluş sorumluluğunun nazarı temellerini değerlendirirken; bunların ihraççı ve yatırımcılarla olan ilişkilerinin mahiyetinin yanı sıra, halka arz faaliyeti bakımından önem ve işlevlerini de ele almak gerekir. Öncelikle şunu ifade etmek gerekir ki aracı kuruluşlar, halka arzda başat bir vazife üstlenmekte; verimli ve amaca matuf bir halka arzın gerçekleştirilmesi için çaba göstermektedirler. Hatta aracı kuruluşların, yatırımcı ve ihraççılarla birlikte; sermaye piyasasının merkezinde yer aldıkları dahi ifade edilmiştir⁵⁷³. Aracı kuruluşlar, sadece halka arza aracılık etmez; izahnamenin hazırlanması safhasında ihraççıya danışmanlık yapmak, ihraççının izahnamede yer vereceği iktisadî ve hukukî bilgileri değerlendirmek, halka arzın esaslarını ve sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını belirlemek gibi önemli başka vazifeler de icra ederler⁵⁷⁴.

III-37.1 no'lu Yatırım Hizmetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ m. 51/3'de, halka arza aracılık faaliyetinin mahiyeti ortaya konulmuştur. İhraç fiyatı, miktarı ile halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılması, izahnamenin onayı için sunulacak diğer bilgi ve belgelerin hazırlanarak Kurula başvuruda bulunulması, konsorsiyum oluşturulması, talep toplanması, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satışına yönelik olarak yurt içi ve yurt dışı organizasyonlar düzenlenmesi ve satışın organize edilmesi gibi faaliyetler; halka arza aracılık faaliyeti kapsamındadır. Bu

⁵⁷² Barlas, 247; Ayoğlu, *Halka Arz*, 322;

⁵⁷³ İnceoğlu, *Aracı Kurumlar*, 20.

⁵⁷⁴ Naom Sher, "Underwriters' Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis", University of Pennsylvania Journal of International Economic Law, 27 (2), (2006), 394; Laby, 123.

bağlamda halka arza aracılık faaliyetinin; basit ve lügat anlamıyla aracılık kavramını aştığı, özgü ve teknik bir anlam kazandığı ifade edilmelidir. Aracı kuruluşlar, salt bir aracılık faaliyetinden ziyade; halka arz sürecini şekillendiren, halka arzın fiyat, faiz, zamanlama, hacim gibi önemli unsurlarının belirlenmesi noktasında ihraççıya bir anlamda danışmanlık hizmeti veren kuruluşlardır. Bu danışmanlık hizmetinin belirginleştiği noktalardan biri ise, izahnamenin hazırlanmasıdır.

Halka arza aracılık faaliyetinde bulunan kuruluşların sorumluluklarının temelinde, bu kuruluşların tasdik işlevinin yattığı da ifade edilmiştir⁵⁷⁵. Aracı kuruluşlar, ihraççının kamuya açıklamaktan imtina ettiği bilgilere vâkıf olma noktasında; diğer ilgililerden daha farklı bir konumda yer almaktadırlar. Örneğin, teknolojik bir atılım yapmayı yahut yeni bir sektöre katılmayı planlayan ihraççı, bu planlarını ve stratejilerini, özellikle ticarî rekabet bakımından kamuya açıklamak istemeyecektir. Fakat ihraç edeceği sermaye piyasası aracının değerinin tam olarak belirlenebilmesi için, bu bilgileri aracı kuruluş ile paylaşacaktır. Nitekim sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının tespitinde aracı kuruluşlar, etkin bir rol oynamaktadırlar⁵⁷⁶. Bu bakımdan, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının değerlerinin, aracı kuruluş tarafından, gerçeğe uygun bir biçimde belirlendiği ve tasdik edildiği kabul edilir.

Amerika Birleşik Devletleri Yüksek Mahkemesi'nin *Escott v. BarChris*⁵⁷⁷ kararı, aracı kuruluş sorumluluğu bakımında önemli bir merhale olmuştur⁵⁷⁸. BarChris şirketi, yürüttüğü ticarî faaliyet için ihtiyacı olan finansmanı, 1961 yılında ihraç ettiği değiştirilebilir tahviller vasıtasıyla temin etmiş; fakat ticarî hayatın akışı dairesinde yatırımı başarısız olan şirket, 1962 yılında tahvil ödemelerini yapamamış ve iflas etmiştir⁵⁷⁹. Mahkeme tarafından yapılan incelemede; şirketin, özellikle aktif ve pasifleri hakkında gerçeğe aykırı bilgiler verdiği ve bu surette yatırımcıyı yanılttığı tespit edilmiştir⁵⁸⁰. Söz konusu uyuşmazlıkta, liderliğini *Drexel* adlı firmanın yaptığı sekiz aracı kuruluş da

⁵⁷⁵ Ayoğlu, *Sorumluluk*, 640; Skripova, 16.

⁵⁷⁶ Skripova, 37.

⁵⁷⁷ *Escott v. BarChris Constr. Corp.*, 283 F. Supp. (S.D.N.Y. 1968).

⁵⁷⁸ Kararın ayrıntılı bir incelemesi için bkz. Haluk A. Kabaalioglu, "Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Bir Karar: İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu", *BATİDER* 10 (3), (1980), 773-808; Dom H. Wyant/ Robert W. Smith, "BarChris: A Revolution Of Prospectus Liability?", *Georgia Law Review*, 3 (122), (1968), 122 vd.

⁵⁷⁹ Notes, "The Underwriter's Duty of "Due Diligence" Under Section 11 of the Securities Act: Reflections on BarChris", *Vanderbilt Law Review*, Vol. 22 (1969), 391.

⁵⁸⁰ Notes, *The Underwriter's Duty*, 392 vd.; Wyant/Smith, 128-129.

davalılar arasındadır. Drexel firmasının kendisine yönetilen iddialar karşısında yaptığı ve ihraççının beyanlarını esas aldığına dair savunması, mahkeme tarafından yeterli görülmemiştir⁵⁸¹. Kararda özetle; yatırımcıların aracı kuruluşların uzmanlığına ve tanınırlığına güvendikleri, aracı kuruluşun sorumluluğunu sadece ihraççı beyanını kayda almakla sınırlamanın yatırımcının korunması ilkesine aykırılık teşkil edeceği, ihraççıdan alınan şifâhî bilgilerin muhakkak surette yazılı kayıtlar ile doğrulanması gerektiği ifade edilmiştir⁵⁸². Gerçekten de aracı kuruluş, kendi servetini idare eden basiretli bir tacir gibi davranmalı ve ihraççının beyanlarının ötesinde bir araştırma gerçekleştirmelidir [1933 Act § 11(c), 15 U.S.C. 77k(c)].

Aracı kuruluşun araştırma yükümlülüğü, Türk hukukunda da kabul görmüştür. Ünal, aracı kurumların, izahnamede yer verilen bilgilerin dayanağı olan belge ve ticari defterleri incelemesi gerektiğini ifade etmektedir⁵⁸³. Bu kayıtlar ile izahnamede yer alan kayıtlar arasındaki çelişkileri, aracı kuruluş muhakkak surette fark edip; doğru ve gerçeği yansıtmak üzere izahnamenin yayımlanmasını sağlamalıdır⁵⁸⁴. Bu noktada aracı kuruluşu izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilendirmeden dolayı sorumlu tutmak; bunların bu safhada daha titiz davranmalarını sağlar⁵⁸⁵. Tüm bu izahat göstermektedir ki; aracı kuruluşların faaliyetlerini layıkıyla ve gereği gibi yerine getirmelerinde; yatırımcıların çok mühim ve hayatî menfaatleri bulunmaktadır⁵⁸⁶. Nitekim bu önleyici kontrol vazifesine atfen aracı kuruluşlar; ABD hukukunda *gatekeeper* olarak da anılmaktadırlar⁵⁸⁷.

Aracı kuruluşlar, faaliyet sahalarında uzman ve faaliyetleri kamu otoritesinin iznine bağlı olan kuruluşlardır. Bu husus, üstlendikleri danışmanlık ve tasdik vazifesi ile beraber düşünüldüğünde; aracı kuruluşların, yatırımcıya güven telkin eden ve yatırım motivasyonunu önemli ölçüde etkileyen müesseseler olduğu açıktır. Özellikle, nispeten daha az tanınmış şirketlerin gerçekleştirdiği halka arzlarda; aracı kuruluş, yatırımcıya güven telkin ederek sermaye piyasası araçlarının alıcı bulmasını kolaylaştırmaktadır⁵⁸⁸.

⁵⁸¹ Comments and Notes, “*The Expanding Liabilities of Securities Underwriters: From BarChris to Globus*”, Duke Law Journal, 1969 (6), (1969), 1191.

⁵⁸² Notes, *The Underwriter’s Duty*, 398.

⁵⁸³ Bkz. Ünal, *Aracı Kurumlar*, 276.

⁵⁸⁴ Skripova, 75.

⁵⁸⁵ Kalss, 77.

⁵⁸⁶ Easterbrook/ Fischel, 688.

⁵⁸⁷ Horwich, 9.

⁵⁸⁸ Arı, 38.

Kural olarak, halka arz sürecinde ihraççı bir aracı kuruluşla çalışmak zorunda değildir; fakat önemli halka arzlar büyük ölçüde, halka arz konusunda uzmanlaşmış ve teknik bilgi, pazarlama ve satış imkânlarını haiz aracı kuruluşlar aracılığı ile gerçekleştirilmektedir⁵⁸⁹. Bununla birlikte aracı kuruluşun, bir denetçi yahut müfettiş gibi; kusur aramaya odaklanmış, bağımsız bir kuruluş olmadığına da dikkat çekmek gerekir. Nitekim aracı kuruluşlar, ihraççıya veya halka arz edene karşı iktisadî bağımlılığının yanı sıra; halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının türü ve miktarı, halka arzın zamanlaması ve halka arzı daha çekici hale getirmek için ihraççının atabileceği adımlar gibi bir dizi konuda tavsiyede bulunmaktadırlar⁵⁹⁰.

Tümünü yüklenim sözleşmelerinde aracı kuruluşlar, sermaye piyasası araçlarını belirli bir indirim (*discount*) uygulanarak satış fiyatının altında satın almakta; indirimli fiyat ile satış fiyatı arasındaki bu fark ise aracı kuruluşun kazancını (*spread*) teşkil etmektedir⁵⁹¹. Buradaki satış fiyatı, dolayısıyla aracı kuruluşun kazancı, büyük ölçüde yatırımcıların izahnamede yer alan bilgiler çerçevesinde yapacakları değerlendirmeye bağlı olacaktır. İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler, sermaye piyasası aracının satış fiyatına etki ettiği ölçüde; aracı kuruluşların haksız kazanç temin etmesi söz konusu olabilecektir. Bunun yanı sıra, halka arza aracılık sözleşmelerinden kaynaklanan ücret ve komisyonların önemli bir maliyet kalemi oluşturması da; aracı kuruluş sorumluluğunu nazarî bakımdan haklı çıkaracak bir mahiyet içermektedir⁵⁹².

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinden farklı olarak; 2499 sayılı mülga SerPK m. 7/2'deki düzenlemeye göre, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından, halka arza katılan tüm aracı kuruluşlar sorumlu tutulmaktaydı. 6362 sayılı Kanun'da sadece konsorsiyum liderinin sorumlu tutulması; halka arzın organizasyonu, sermaye piyasası araçlarının ve değerlerinin tespiti, ihraççının mali ve hukuki açıdan incelenmesi gibi vazifelerin lider aracı kurum veya eş liderler tarafından yerine getirileceğinden bahisle olumlu karşılanmıştır⁵⁹³.

⁵⁸⁹ İnceoğlu, 29; Arı, 30.

⁵⁹⁰ Laby, 133.

⁵⁹¹ Ünal, *Aracı Kurumlar*, 77; Yasaman, 111, Ayoğlu, *Halka Arz*, 221; Arı, 93.

⁵⁹² Benzer şekilde Sher, 396.

⁵⁹³ Kara, *Kamuyu Aydınlatma*, 146.

Halka arza aracılık konsorsiyumlarında, lider aracı kuruluş dışındaki aracı kuruluşlar; SerPK m. 10 ve 32 bağlamında izahnamedeki yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler nedeniyle hâsıl olacak zararlardan sorumlu değillerdir. Bu bağlamda, diğer konsorsiyum üyelerinin herhangi bir araştırma ve özen yükümlülüğü bulunmadığını da ifade etmek gerekir. Kanun koyucu bu noktada, diğer konsorsiyum üyelerinin lider aracı kuruluşun araştırma faaliyetlerine ve özen göstermesine güvenmelerinin haklı olduğu kanaatindedir. Diğer konsorsiyum üyelerinin lider aracı kuruluşa güvenmelerinin gerekçesi, ABD’deki *In re the Gap Stores Securities Litigation* davasında şu şekilde açıklanmıştır⁵⁹⁴:

“Sektördeki pratiğe uygun olarak konsorsiyum üyesi diğer aracı kuruluşlar, kendilerini olası bir sorumluluktan kurtarmaları noktasında lider aracı kuruluşa güvenirler. Bu anlaşılabilir bir tutumdur; çünkü her bir aracı kuruluş, kayıt bildiriminin (izahnamenin) doğruluğunu bizzat teyit etmeye çalışırsa, kaos hâkim olacaktır. Aracı kuruluşlar, zamanlarının çoğunu soru sorma, toplantılar ve araştırmalar yapmakla geçirecek; menkul kıymetleri pazarlamaya pek vakit ayıramayacaklardır. Aracı kuruluşlar, bu araştırma ve özen yükümlülüğünü yerine getirmek için bir görevlendirme yapsa dahi; araştırma ve özen yükümlülüğüne dair bu çabalar, maliyetli ve genellikle anlamsız bir tekrardan ibaret olacaktır. Lider aracı kuruluşun tatmin edici ve yeterli bir araştırma yapması hâlinde, yatırımcının korunması büyük ölçüde gerçekleşecektir. Her ne kadar diğer konsorsiyum üyelerinin bağımsız araştırmaları zaman zaman birtakım yanlışlık ve eksiklikleri de ortaya çıkarabilirse de; bu bağımsız araştırma ve çaba, hâsıl olan maliyetleri karşılamayacaktır”. Bununla birlikte; lider aracı kuruluşa karşı duyulan güven de, mâkûl ve kabul edilebilir olmalıdır⁵⁹⁵.

2.2.2.5. Garantör

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10’uncu maddesinin 1’inci fıkrasındaki düzenlemeye göre; garantör, zararın ihraççılardan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde, kusuruna ve durumun gereklerine göre zarar kendisine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olacaktır. Düzenlemenin lafzına göre garantörün sorumluluğu, ikinci dereceden bir kusur sorumluluğudur.

⁵⁹⁴ *In re The Gap Stores Sec. Litig.*, 79 F.R.D. 283 (N.D. Cal. 1978).

⁵⁹⁵ *New High Risk Ventures, Securities Act Release No. 5275, 1972 WL 125474, at *6 (July 27, 1972) (later codified at 17 C.F.R. pts. 231 & 241).*

İzahnamede, sorumlular arasında garantör sıfatını haiz bir kimsenin gösterilmesi, aynı zamanda bir garanti sözleşmesinin varlığına delalet eder. Garanti sözleşmesi, TBK ya da bir başka kanunda düzenlenmiş veya tanımlanmış değildir⁵⁹⁶. Mâmafih Türk Borçlar Kanunu m. 128'de düzenlenen, üçüncü kişinin fiilini üstlenme müessesesi; ekseriyetle garanti sözleşmesi⁵⁹⁷ veya garanti sözleşmesinin bir türü⁵⁹⁸ olarak değerlendirilmektedir⁵⁹⁹.

İzahnameye derç edilmiş bir garanti sözleşmesi ile üç taraflı bir hukukî ilişki meydana gelmektedir. Bu üç taraflı ilişkide, lehtar ve asıl borç ilişkisinin borçlusu konumundaki ihraççı veya halka arz eden, kural olarak sözleşmenin tarafı değildir. Garanti sözleşmesinin tarafları, garantör (garanti veren) ile garanti alan konumundaki yatırımcılardır. Garanti alan, asıl borç ilişkisi ve garanti sözleşmesi bakımından alacaklı konumundadır. Garanti sözleşmesine dair genel kurgu bu şekilde iken; III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinin 27/3-b maddesinde, “*Garantili fon kurucusu ile garantör arasında lehdarı katılma payı sahipleri olmak üzere, garanti sözleşmesinin muacceliyetinde kurucunun talebi, kurucunun talepte bulunmaması halinde katılma payı sahiplerinden birinin talebi üzerine, ilk talepte fona ödeme garantisi içeren bir garanti sözleşmesi imzalanması zorunludur*” şeklinde bir düzenleme yer almıştır. Bu bakımdan, garanti sözleşmelerinde dair nazarî kurgunun, sermaye piyasalarında yeni bir anlam kazanması söz konusu olmuştur.

Kanun koyucu tarafından, izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilendirmeden dolayı sorumlu olacak kişiler arasında, garantörün de düzenlenmesi; yatırımcının

⁵⁹⁶ Bununla birlikte garanti sözleşmesine dair öğretide bazı tanımlar yapılmıştır. Bkz. **Turan Şahin**, Üçüncü Kişinin Edimini Taahhüt, Ankara 2010, 27; **Cevdet Yavuz/Faruk Acar/Burak Özen**, Borçlar Hukuku Dersleri (Özel Hükümler), 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu'na Göre Güncellenmiş ve Yenilenmiş 12. Baskı, İstanbul 2013, 796; **Mustafa Alper Gümüş**, Borçlar Hukuku Özel Hükümler, İstanbul 2012, 648; **Ünal Tekinalp**, Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 2009, 512; **Halûk Tandoğan**, Garanti Mukavelesi, Ankara 1959, 6 vd. Bunun gibi 11.06.1969 tarihli ve 1969/4 E. 1969/6 K. sayılı Yargıtay İçtihadı Birleştirme Kararında garanti sözleşmesi; “*garanti mukavelesi, bir kimsenin fer'i olmayan bir mukavele ile başkasına bir teşebbüsün belirli bir sonuca ulaşacağını garanti etmesidir*”. şeklinde tanımlanmıştır.

⁵⁹⁷ Bkz. Yargıtay HGK 3.12.2008 tarihli ve 2008/10-729 E., 2008/718 K. ve Yargıtay HGK 4.7.2001 tarihli ve 2001/19-534 E. 2001/583 K.

⁵⁹⁸ **Eren**, *Borçlar Genel*, 1154; **Haluk N. Nomer**, Borçlar Hukuku Genel Hükümler (6098 Sayılı Kanuna Göre Hazırlanmış), Gözden Geçirilmiş 12. Bası, İstanbul 2012, 325; **Selâhattin Sulhi Tekinay (ve diğerleri)**; Tekinay Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt I, İstanbul 1985, 304 ; **M. Kemal Oğuzman/Turgut Öz**, Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt 2, İstanbul 2012, 394; Karşı görüş için bkz. **Tandoğan**, *Garanti Mukavelesi*, 44 vd.

⁵⁹⁹ Doktrinde teminat amaçlı (kefalet benzeri) ve yöneltmeyi amaçlayan (saf garanti) garanti sözleşmeleri olmak üzere iki tür garanti sözleşmesinin varlığından bahsedilir. Bkz. **Haluk Tandoğan**, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Cilt II, 1989 Yılı Dördüncü Tıpkı Basım'dan Beşinci Tıpkı Basım, İstanbul 2010, 804.

korunması ilkesinin bir tezahürü olduğu kadar, sermaye piyasasının işlevselliğine de katkı sağlayacak mahiyettedir. İzahnamede, sorumlu kişiler arasında muteber bir garantörün gösterilmesi; yatırımcıların bu izahname ile arz edilen sermaye piyasası araçlarına rağbet göstermesini sağlayacaktır. Garanti sözleşmesindeki amaç, ihraççı veya halka arz edeni (lehtar) değil; yatırımcıyı (garanti alan) korumaktır. Garanti sözleşmesi, tek tarafa borç yükleyen bir sözleşme niteliğindedir⁶⁰⁰; bu bakımdan garantör, yatırımcının sermaye piyasası araçlarını satın alması nedeniyle uğradığı zararları tazmin etme borcu altındadır. Yatırımcının ise, garantöre karşı herhangi bir yükümlülüğü yoktur. Bununla birlikte garantör, yatırımcının zararını tazmin ettikten sonra; aralarında bir sözleşme ilişkisi bulunduğu takdirde (*kontrgaranti*) edimi garanti edilen ihraççıya rücu edebilir⁶⁰¹.

Garanti sözleşmesinin aslî karakterini, garantörün bağımsız bir yükümlülük altına girmesi teşkil eder. Bu, garantörün yükümlülüğünün başka bir borcun varlığına, geçerliliğine, dava ve takip edilebilirliğine bağlı olmadığı anlamına gelmektedir⁶⁰². Mesela, yatırımcının satın aldığı sermaye piyasası aracının değerinin, ekonomik kriz ya da diğer bir beklenmedik sebeple olağanüstü şekilde düşmesi neticesinde zarar uğraması hâlinde dahi, garanti sözleşmesinin hükümleri uygulama alanı bulabilecektir.

Garantörün sorumluluğunu, kusura dayanmayan bir netice sorumluluğu olarak ifade etmek mümkündür⁶⁰³. Binâenaleyh kural olarak, garantörün kusursuz olduğunu ispatlamak suretiyle sorumluluktan kurtulması söz konusu değildir. Fakat garantör, yatırımcının, kanuna ve hakkaniyete uygun olarak arz edilmiş bilgileri, kendisinden kaynaklanan tecrübesizlik ya da hafiflik gibi nedenlerle algılayamadığını; bir başka ifade ile yatırımcının kendi kusuru ile zarara uğradığını ispatlayabilirse, sorumluluktan kurtulma imkânına kavuşabilecektir⁶⁰⁴.

⁶⁰⁰ Tandoğan, *Borçlar Özel*, 853.

⁶⁰¹ Yavuz/Acar/Özen, 800.

⁶⁰² Tandoğan, *Borçlar Özel*, 812; Turan Şahin, 32;.

⁶⁰³ Yavuz/Acar/Özen, 800; Tandoğan, *Borçlar Özel*, 856.

⁶⁰⁴ Tandoğan, *Borçlar Özel*, 853; Yavuz/Acar/Özen, 800.

2.2.2.6. İhraççının Yönetim Kurulu Üyeleri

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasındaki düzenlemeye göre; ihraççının yönetim kurulu üyeleri, izahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden dolayı söz konusu olan zararlardan ikinci dereceden sorumlu olacaklardır.

Türk Medeni Kanunu'nun 49'uncu maddesindeki düzenlemeye göre; tüzel kişilerin fiil ehliyetini kazanması, kanuna ve kuruluş belgelerine göre gerekli organlara sahip olmaları ile gerçekleşmektedir. Yine TMK m. 50'deki düzenlemeye göre ise; tüzel kişinin iradesi, bu organlar vasıtasıyla açıklanmaktadır. Bu bakımdan, bir tüzel kişinin varlığı, muhakkak surette organsal bir düzenin tesisini de gerektirmektedir. Sermaye piyasalarındaki tipik ihraççı olan anonim şirketlerin iradesi de bu esasa bağlı olarak; zorunlu organ mahiyetinde olan yönetim kurulu tarafından açıklanmaktadır (TTK m. 359/1).

Anonim şirket, yönetim kurulu tarafından idare edilir ve temsil olunur (TTK m. 365). Yönetim kurulu, iş sahibi mevkiinde olup; şirket konusunda giren işleri, ticarî ve teknik olarak yürütmekle yetkili ve görevlidir⁶⁰⁵. Yönetim kurulunun idare vazifesi, TTK m. 374 ve idare kavramının nazarî izahatı dairesinde tespit edilmektedir⁶⁰⁶. Yönetim kurulu, kanun ve esas sözleşmeye göre genel kurulun yetkisinde bırakılmış bulunanlar dışında, şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gerekli olan her çeşit iş ve işlemler hakkında karar almaya yetkilidir (TTK m. 374). Bu kapsama, şüphesiz ki yatırım ve finansal hizmetler de dâhildir⁶⁰⁷. Halka arz sürecinde, sermaye artırımı ve esas sözleşme değişiklikleri söz konusu ise; bunlar için genel kurul kararı alınacaktır; bununla birlikte, izahnamenin hazırlanması ve halka arzın icrası noktasında ise yönetim kurulu yetkili ve vazifeli olacaktır.

⁶⁰⁵ Arslanlı, *Anonim Şirketler II-III*, 113; Sait Kemal Mimaroglu, *Anonim Şirketlerde İdare Meclisi Azalarının Hukukî Mes'uliyeti*, Ankara 1967, 14; İmregün, 206 vd.

⁶⁰⁶ Tekinalp, *Ortaklıklar Hukuku*, N. 12-36.

⁶⁰⁷ Tekinalp, *Ortaklıklar Hukuku*, N. 12-28a.

Yönetim kurulu, bir gerçek kişi değildir; daha ziyade bir kişi topluluğudur⁶⁰⁸. Bu bakımdan yönetim kurulunu oluşturan üyeler, organ sıfatını haiz değildir⁶⁰⁹. Bununla birlikte yönetim kurulu üyeleri, tüzel kişi iradesinin şahıslarında tecelli ettiği organ görevlileri⁶¹⁰ ya da organ kişiler olarak ifade edilebilir⁶¹¹. Bu organ kişiler, tüzel kişinin kumanda köprüsünde ve dümen başında bulunan yetkili kişiler olarak da tarif edilebilir⁶¹².

Yönetim kurulu üyesinin bu ehemmiyetine binaen, SerPK m. 10/1’de yönetim kurulu üyeleri ikinci dereceden sorumlular arasında gösterilmiştir. Bununla birlikte, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden dolayı, sadece izahnamede imzası bulunan yönetim kurulu üyelerinin mi; yoksa yönetim kurulu üyelerinin tamamının mı sorumlu olduğu öğretilmiş tartışılmıştır. *Kara*, SerPK m. 32/1 bağlamında yaptığı incelemede; yönetim kurulunun tüm üyelerinin sorumlu olacağını ifade etmiştir⁶¹³. *Manavgat* ise, kusuru olmayan veya yönetim ve temsil yetkisinin devredilmesi nedeniyle, TTK m. 553/2’de yer alan düzenlemeye sorumlu tutulması mümkün olmayan yönetim kurulu üyelerinin; SerPK m. 10/1’de yer alan düzenlemeye göre de sorumlu olmamaları gerektiğini ileri sürmektedir⁶¹⁴. Kanaatimize göre gerek SerPK m. 10/1, gerekse SerPK m. 32/1de, kendilerine sorumluluk izafe edilecek yönetim kurulu üyelerinin, izahname hazırlama sürecine herhangi bir katkıda bulunmaları şart koşulmadığı gibi; sorumluluklarının söz konusu olabilmesi için, izahnameyi imzalamalarının şart olmadığı da kabul edilmelidir. Buna mukabil, izahnamenin hazırlanmasındaki katkıları, yetki devri yahut iş bölümü gibi hususlar; yönetim kurulu üyesinin kusurunun tespitinde her zaman dikkate alınabilecektir.

⁶⁰⁸ Tek kişiden müteşekkil yönetim kurulları bakımından da, kurul ile kurul üyesi arasındaki ilişki farklı değildir. Tek kişilik yönetim kurulu da, kurul olarak faaliyet yürütür. Buradaki “kurul” ibaresi, kişi sayısının çokluğundan ziyade; organ kavramına istinat eder. Bkz. **Tekinalp**, *Ortaklıklar Hukuku*, N. 12-12.

⁶⁰⁹ Karşı görüş için bkz. **Mehmet Helvacı**, Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu, İstanbul 1995, 22.

⁶¹⁰ **İmregün**, 228.

⁶¹¹ **Rona Serozan**, Medeni Hukuk (Genel bölüm/Kişiler Hukuku), İstanbul 2011, 446. *Tekinalp* ise bunlar için, organ kişi ibaresiyle beraber “*dar anlamda organ*” kavramını da kullanmaktadır. Bkz. **Tekinalp**, *Ortaklıklar Hukuku*, N. 11-02.

⁶¹² **Serozan**, 446.

⁶¹³ **Kara**, *Kamuyu Aydınlatma*, 144.

⁶¹⁴ **Manavgat**, *Halka Arz*, 238.

2.2.2.7. SerPK m. 10/1 Bağlamında Olmaksızın Kendilerine Sorumluluk İzafe Edilebilecek Kimseler

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasında; izahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirmeden sorumlu olacak beş (5) grup kimse sayılmıştır: İhraççı, halka arz eden, lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri. Aynı hükmün 2'nci fıkrasında; bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumların, hazırladıkları raporlardaki hukuka aykırı bilgilendirmeden SerPK çerçevesinde sorumlu oldukları ifade edilmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun “*kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk*” kenar başlıklı 32'nci maddesinin 1'inci fıkrasında ise; SerPK m. 10'da sayılan kimselerden başka, izahname ve diğer kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanların ve bu belgeler kendisi adına imzalananların da sorumlu olacağı ifade edilmiştir. Bu bağlamda, SerPK m. 10'da zikredilmemesine rağmen; izahnameyi imzalayanlar ve izahname kendisi adına imzalananlar da, izahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirmeden sorumlu olacaklardır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 6'ncı maddesindeki düzenlemeye göre; izahnamenin Kurul tarafından onaylanmasının, izahnamede yer alan bilgilerin doğru olduğunun Kurulca tekeffülü anlamına gelmeyeceği gibi, söz konusu sermaye piyasası araçlarına ilişkin bir tavsiye olarak da kabul edilemeyeceği ifade edilmektedir. Düzenlemeye göre; Kurula hukukî sorumluluk izafe edilebilmesinin mümkün olmadığı açık sarih olmakla beraber; Kurulun idarî sorumluluktan muaf tutulması ise kanaatimizce söz konusu değildir.

Bu bapta izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler nedeniyle kendilerine sorumluluk izafe edilebileceği ifade edilen kimselerin sorumluluk esasları, bu çalışmanın kapsamına dâhil değildir. Bununla birlikte çalışmanın bütünlüğü bakımından, bu kimselerin muhtemel sorumluluğuna dair esaslara da kısaca değinmekte fayda görülmüştür.

2.2.2.7.1. İzahnamede Yer Alan Raporları Hazırlayan Kişi ve Kuruluşlar

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 2'nci fıkrasındaki düzenlemeye göre; bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi, izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kuruluşlar da; hazırladıkları raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden dolayı SerPK çerçevesinde sorumlu olacaklardır. Bunun gibi SerPK m. 32/2'deki düzenlemede ise; bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan veya bu belgelere dayanak olmak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumların da, SerPK hükümleri çerçevesinde sorumlu olacağı ifade edilmiştir.

Bağımsız denetim kuruluşları, ismiyle müsemma olduğu üzere; bağımsızdırlar ve kati surette müşterilerinin savunucusu olamazlar. Bu husus, ABD'deki *Arthur Young*⁶¹⁵ davasında mahkeme tarafından; bağımsız denetçinin bağımsızlığını müşterisinden her zaman koruması gerektiği şeklinde ifade edilmiştir⁶¹⁶. Bağımsız denetim faaliyetinin amacı ve dolayısıyla bağımsız denetçinin vazifesinin mahiyetine dair, AICPA (*American Institute of Certified Public Accountants*) tarafından yapılan izahat şöyledir:

*“Bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloların olağan denetiminin amacı, genel olarak kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olarak, tüm önemli yönleriyle, finansal durum, faaliyet sonuçları ve nakit akışlarının sunumuyla ilgili adil bir görüşün ifade edilmesidir”*⁶¹⁷.

Bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğu, Sermaye Piyasası Kanunu'ndan başka; 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 660 sayılı Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunun Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname'de⁶¹⁸ düzenlenmiştir. Türk Ticaret Kanunu'nun 554'üncü maddesinde yer alan düzenlemeye göre bağımsız denetçiler; kanunî görevlerinin yerine getirilmesinde kusurlu hareket ettikleri takdirde; hem şirkete, hem de pay sahipleri ile şirket alacaklılarına karşı verdikleri zararlardan sorumlu olacaklardır. Bu bağlamda TTK'da yer alan düzenlemede,

⁶¹⁵ United States v. Arthur Young & Co., 465 U.S. 818 (1984).

⁶¹⁶ **Laby**, 124.

⁶¹⁷ **William K. Sjostrom**, “The Due Diligence Defense Under Section 11 of the Securities Act of 1933”, *Brandeis Law Journal*, Vol. 44, (2006), 595.

⁶¹⁸ R.G. 02.11.2011, Sayı: 28103.

bağımsız denetçiler için bir kusur sorumluluğu öngörülmüştür. 660 sayılı KHK m. 24’de ise sorumluluğun esaslarına değinilmemiş; bağımsız denetim kuruluşları ve bağımsız denetçilerin, denetledikleri finansal tablo, bilgi ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları bağımsız denetim raporlarının denetim standartlarına aykırı olması ile bu raporlardaki yanlış, eksik ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan sorumlu olduklarının belirtilmesiyle yetinilmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 63’üncü maddesinde ise bağımsız denetim kuruluşlarının; denetledikleri finansal tablo ve raporların mevzuata uygun olarak denetlenmemesi nedeniyle doğabilecek zararlardan sorumlu oldukları ifade edilmiştir.

Derecelendirme faaliyeti ise, ödeme yeterliliğini konu alan bir görüşün üretilmesi ve arzı olarak tanımlanabilir⁶¹⁹. Bağımsız derecelendirme kuruluşları ise; VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği m. 3/1-e’de “*Türkiye’de kurulan ve Kurulun sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetlerinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları*” olarak tanımlanmıştır. Bunun gibi, diğer sermaye piyasası araçlarının düzenlendiği tebliğlerde de; benzer tanımlara yer verilmiştir. Bununla birlikte, derecelendirme kuruluşları ile alâkalı kapsamlı ve esaslı düzenleme, Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik⁶²⁰ olmakla birlikte; Yönetmelikte, meslekî sorumluluk sigortasından başka, sorumluluğa dair herhangi bir düzenleme öngörülmemiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10, 32 ve 63’üncü maddelerinde, sorumluluklarından bahsedilen değerleme kuruluşları ise; Kurul tarafından sermaye piyasasında değerlendirme faaliyetinde bulunmak üzere yetkilendirilmiş değerlendirme kuruluşlarını ifade eder (Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları m. 4/1-e).

⁶¹⁹ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Erkan Eren**, “*Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği*”, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi, 4 (2), (2010), 113 vd.

⁶²⁰ R.G. 17.04.2012, Sayı: 28267.

Kanaatimiz odur ki, bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının izahnameden doğan sorumluluğu ile alakalı olarak; SerPK m. 10/2 öncelikli olarak uygulama alanı bulacaktır⁶²¹. Bununla birlikte, SerPK m. 10/2’de sorumluluğun derecesi ve kusur sorumluluğu olup olmadığı hususuna açıkça yer verilmemiştir. Bir başka ifade ile bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları, SerPK m. 10/1’de tahdidî olarak sayılmış ikinci dereceden sorumlular arasında yer almamaktadır. Bu bakımdan kanun koyucunun; bu kuruluşları, SerPK m. 10/1’de öngördüğü sorumluluk rejimine dâhil etmek arzusunu taşıdığı kanaatinde değiliz.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10’uncu maddesinin 2’nci fıkrasının lafzı, kanaatimize göre; bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının izahnameden doğan sorumluluklarının birinci dereceden olduğu yönündedir⁶²². Gerçekten de, bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının uzmanlık gerektiren faaliyetler yürüttükleri ve bu faaliyetlerin kamu otoritesinin iznine bağlı olduğu dikkate alındığında; bunlar tarafından hazırlanan ve izahnameye derç edilmiş rapor, görüş veya yazılarda yer alan yanlış, eksik veya yanıltıcı bilgilerden dolayı bu kuruluşların birinci dereceden sorumlu olduklarını kabul etmek yerinde olacaktır.

Bu noktada, akla şu soru gelebilir: Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının, kanunî ya da idarî bir düzenlemeye bağlı olmaksızın; salt danışma hizmeti kapsamında hazırladıkları rapor ve yazıların, izahnameye derç edilmesi ve bu rapor veya yazılarda hukuka aykırı bir bilgilendirmenin yer alması hâlinde, SerPK m. 10/2’ye göre bir sorumluluk söz konusu olacak mıdır? Kanaatimizce, hazırlanması ve izahnameye eklenmesi ihtiyarî olan bu rapor ve yazılar; ancak bunları hazırlayan kuruluşun, bu rapor ve yazıların izahnameye dâhil edilmesine onay vermeleri hâlinde SerPK m. 10/2’deki sorumluluk rejimine tâbi olacaklardır⁶²³.

⁶²¹ Öğretide *Kara*, SerPK m. 14 ve 63’ün, SerPK m. 10 ve 32’ye nazaran özel hüküm mahiyetinde olduğunu ve öncelikle uygulanacağını ifade etmektedir. Bkz. **Kara**, *Kamuyu Aydınlatma*, 163.

⁶²² Aynı yönde bkz. **Memiş/Turan**, 77.

⁶²³ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Horwich**, 8; dn. 56.

2.2.2.7.2. İhraççının Yöneticileri ve Fiilî Organlar

Türk Ticaret Kanunu'nun 553'üncü maddesinde; kurucular, yönetim kurulu üyeleri, yönetici ve tasfiye memurlarının, kanundan veya esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini, kusurlarıyla ihlâl etmelerinden mütevellit sorumlulukları düzenlenmiştir. Düzenleme, İsviçre Borçlar Kanunu'nun 754'üncü maddesinden iktibas suretiyle ihdas edilmiştir. Mâmafih m. 754'de; *yönetim kurulu üyeleri ile yönetim ve tasfiye ile uğraşan kişiler* de sorumluluk izafe edilebilecek kişiler arasında zikredilmiştir. Mehz düzenlemedeki bu ifade, görevli olmadığı hâlde yönetime ve tasfiyeye karışan, bu konularla alâkalı talimat veren, yönetim ve tasfiyeyi yönlendiren, hatta bir bakıma arkadan yöneten büyük pay sahipleri başta olmak üzere; gizli yönetici ve tasfiye memurlarını kapsayacak şekilde anlaşılmalıdır⁶²⁴. Bununla birlikte Türk hukukuna aktarmada, bu şekilde genişletilmiş bir sorumluluğun ihdas edilmesinin, kastı aşan anlamlar kazanabileceğinden endişe edilmiştir.

Yöneticiler; CEO, CAO, müdür, ticarî temsilci yahut direktör gibi bir unvan altında şirket idaresi ile alâkalı görevlendirilen kimselerdir. Bu kimseler, TTK m. 370'de düzenlenen yetki devri ile görevlendirilmişlerdir⁶²⁵. Pratikte de anonim şirketler, modern işletme anlayışı çerçevesinde; genellikle pay sahipliği söz konusu olmayan bir murahhas üye, CEO veya genel müdür tarafından sevk ve idare edilmektedir⁶²⁶.

Fiilî organlar ise, kanunda veya esas sözleşmede organ olarak öngörülmediği hâlde; anonim şirketin iradesini fiilen oluşturup açıklayan kimselerdir⁶²⁷. Bir fiilî organdan bahsedebilmek için; teşkili ve beyanı söz konusu olan iradenin, yönetim kurulu, genel kurul veya ihtiyarî organların yetki sahasında olması gerekir⁶²⁸. Bu noktada fiilî organ olarak addedilen kişilerin; ticaret siciline tescil edilip edilmedikleri yahut şirket iradesini oluşturma yetkisini hukuka uygun bir şekilde elde edip etmedikleri önemli değildir. Bir kişinin, fiilî organ olarak nitelendirilebilmesine dair bir diğer alternatif şart ise; bu kişinin

⁶²⁴ TTK m. 553 Gereğesi. Gereğede bu kişiler sayılırken; bunların fiilî organ niteliğinde olduğu da belirtilmiştir.

⁶²⁵ **Mustafa Aksoyak**, Anonim Şirketlerde Fiili Yönetim Kurulu Üyeliği, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2016, 13.

⁶²⁶ **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku Şerhi C. I*, § 28 N. 11.

⁶²⁷ **Tekinalp**, *Ortaklıklar Hukuku*, N. 11-12.

⁶²⁸ Benzer şekilde **Aksoyak**, 49.

şirket işleri ile uğraşmasıdır⁶²⁹. Nitekim İsviçre BK m. 754’de; yönetim ile uğraşanlar, anonim şirketler bağlamında sorumlu olabilecekler arasında zikredilmiştir.

Fiilî organın uygulamada karşılaşılan örneklerinden biri; hâkim pay sahibinin organ yetkilerini kullanabilecek gücü ve etkiyi haiz olması hâlinde ortaya çıkar. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun 3’üncü maddesinde hâkim ortak; *bir ortaklığı doğrudan ya da dolaylı olarak, tek başına veya birlikte kontrol eden gerçek veya tüzel kişi* olarak tanımlanmıştır. Nitekim 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun 110’uncu maddesindeki düzenlemeye göre; banka yönetici ve denetçileri dışında, bankanın hâkim ortaklarının da şahsî iflaslarının istenebilmesi mümkün kılınmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10’uncu maddesinin 1’inci fıkrasındaki düzenlemede; sorumlulukları zikredilen kimseler arasında; yöneticiler ya da yönetim işleri ile uğraşanlar yer almamaktadır. Hâliyle bu kimseler, SerPK m. 10 ve 32 bağlamında öngörölmüş sorumluluk rejimine tâbi değildirler. Bu kişilere karşı, TTK veya TBK hükümleri dairesinde başvurmak her zaman mümkündür. Fakat kanaatimiz odur ki; ihraççının yöneticileri ve fiilî organları da, SerPK’da düzenlenen sorumluluk rejimine dâhil edilmelidir. Bu noktada, SerPK m. 10/1’de sayılan sorumlular arasına, “*yöneticiler*” ve fiilî organları kapsayacak şekilde “*izahnamenin hazırlanmasına herhangi bir şekilde katkı sunan gerçek ve tüzel kişiler*” ibarelerini eklemek yeterli olacaktır. Yöneticilerden kimlerin kastedildiği, izahnamenin hazırlanmasına sunulacak katkının mahiyeti ve yoğunluğu ise; yargı kararları ve öğretideki çalışmalar dairesinde şekillenebilecektir.

2.2.2.7.3. Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 6’ncı maddesinin 1’inci fıkrasında; izahnamenin Kurul tarafından onaylanmasının, izahnamede yer alan bilgilerin gerçek ve tam olduğunun Kurulca tekeffülü anlamına gelmeyeceği gibi, bir tavsiye olarak da kabul edilemeyeceği ifade edilmiştir. Bunun gibi, SerPK m. 10’da tahdîdî olarak sayılan muhtemel sorumlular arasında Kurul zikredilmemiştir. Bu bakımdan, kamuyu aydınlatma sisteminin esaslarına uygun olarak; izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler nedeniyle oluşacak zararlardan, idarî otoritenin herhangi bir özel hukuk sorumluluğu söz konusu olmayacaktır.

⁶²⁹ Bkz. **Aksoyak**, 55 vd.

Kurulun, hukuka aykırı izahnameyi kusuruyla veya kusursuz olarak onaylaması ve yatırımcının zarara uğraması hâlinde; yatırımcının SerPK’da öngörülen sorumluluk rejimini takip etmesi mümkün değildir.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 117’nci maddesinin 1’inci fıkrasındaki düzenlemeye göre Kurul; kamu tüzel kişiliği haiz ve idarî ve malî özerkliğe sahip olup, Türkiye Cumhuriyeti idarî teşkilatı içinde yer almaktadır. İdarî teşkilat içinde yer alan Kurulun işlem ve fiillerinin, hukuk devletinin bir gereği olarak, hukuka uygun şekilde gerçekleşmesi gerekir⁶³⁰. İdarenin işlem ve fiillerinin bir zarara sebebiyet vermesi hâlinde; tam yargı davası ile tazminat talebinde bulunulması mümkündür.

2.3. Sorumluluğun Şartları

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10 ve 32’nci maddelerinde düzenlenen izahnameden doğan sorumluluk rejiminin uygulama alanı bulabilmesi için; birtakım şartların varlığı lâzım gelir. Bu şartların incelenmesinde ve değerlendirilmesinde; haksız fiil nazariyesindeki sistemi esas almanın, meseleyi anlaşılır kılacağı kanaatindeyiz. Nitekim kanaatimize göre; ihraççı ve halka arz edenin sorumluluğu istisna tutulursa; diğer sorumluların teorik temeli de haksız fiile istinat etmektedir.

Sorumluluğun doğması için ilk şart, hukuka aykırı bir fiil yahut davranışın varlığıdır.

2.3.1. Hukuka Aykırılık

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10’uncu ve 32’nci maddesi bağlamında, izahnameden doğan sorumluluğa sebebiyet verebilecek hukuka aykırı fiil; izahnamede yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere yer verilmesidir. Kanun koyucu tarafından tercih edilen “*yanlış, yanıltıcı veya eksik*” ifadeleri, esasında son derece kapsayıcı ve kuşatıcı mahiyettedir. Gerçeğe aykırı, sahte, hileli yahut herhangi bir şekilde muhatabını yanıltabilecek tüm bilgiler bu kapsamdadır.

⁶³⁰ Kurulun, izahnameyi tasdik etmesi; icraî bir idarî işlem mahiyetindedir. Bu, izahnamenin Kurulca tasdikininin birtakım hukukî neticeleri tevhit etmesi anlamında gelmektedir. Bkz. **Akyılmaz/Sezginer/Kaya**, 380 vd.;

2.3.1.1. İzahnamede Yer Alan Yanlış Bilgiler

İzahnamede yer alan bilgiler, yanlış olmamalıdır. Yanlışlık, bir gerçeğe uymama; bir başka ifade ile de, gerçeğe aykırılık olarak tarif edilebilir⁶³¹.

İzahnamede açıklanan bilgilerin bütününden, doğru bilgiye ulaşılabiliyorsa; yanlış bir bilgilendirmeden bahsedilemeyeceği ifade edilmiştir⁶³². Biz bu görüşe ihtiyatla yaklaşıyoruz. Zira kamuyu aydınlatma açıklamalarının muhataplarına, izahnameyi derinlemesine ve çapraz bir inceleme yükümlülüğü yüklemek; yatırımcının korunması ilkesi ile bağdaşmayacaktır. Bu bakımdan, her ne kadar izahnamenin bütününden gerçek bilgi anlaşılabiliriyorsa da; münferit yanlış bilgi unsuru ile izahnamenin bütününden çıkan anlam arasındaki çelişkiyi gidermek, izahname hazırlamakla yükümlü olanların vazifeleri arasındadır. Nitekim SerPK m. 6/1'deki düzenlemeye göre; izahnamede yer alan bilgiler, tutarlı ve anlaşılabilir olmalıdır.

Yanlış bilginin, sorumluluğa yol açabilmesi için; yanıltıcılık düzeyine ulaşması ve yatırım kararını etkileyebilecek mahiyette olması şarttır. Bu bakımdan, yanıltıcılık düzeyine ulaşmayan ve yatırım kararını etkilemeyecek olan basit yazım veya basım hataları, ya da küçük miktarlardaki rakamsal yanlışlıkların esaslı mahiyette olmadığını kabul etmek gerekir.

2.3.1.2. İzahnamede Yer Alan Yanıltıcı Bilgiler

İzahnamede yer alan bilgilerin yanıltıcı olması, muhataplarının algılarında yaşadıkları zafiyetten mütevellit; aldanmaları veya gerçek hâlin bilgisine vâkıf olamamalarıdır. Açıklanan bilgilerin yanıltıcı mahiyette olması, esasında bir netice olarak telakki edilmelidir; nitekim muhatap, çok farklı şekillerde yanıltılabilir. Bu hâlde önemli olan; yanılmanın SerPK m. 10 ve 32 bağlamında hukuka aykırı bir bilgilendirme neticesinde hâsıl olmasıdır. İzahnamedeki bilgilendirmenin, yanlış veya eksik olması da bir anlamda yanıltıcıdır; hâliyle bu bapta yanlış veya eksik olmamasına rağmen yanıltıcı mahiyetteki bilgilendirmelerden söz edilmektedir.

⁶³¹ Türkçe Sözlük, 2523.

⁶³² *Manavgat, Halka Arz*, 230.

İzahnamede, yanlış bir genel kanaate yol açmaya matuf bir anlatım tarzı mevcut ise; bu anlatımın yanıltıcı mahiyette olduğunun kabulü gerekir. İzahnamedeki bilgilendirmenin, yanlış bir genel kanaate yol açıp açamayacağı noktasında; objektif (ortalama) bir yatırımcının tecrübe ve ferasetini kıstas almak gerekir⁶³³. Bu esastan olmak üzere; daha önce ifade ve izah edilen, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde arz edilecek bilgilerin özelliklerini incelemek gerekir⁶³⁴.

İzahnamede arz edilen bilgilerin, SerPK m. 6/1 ve kamuyu aydınlatmaya dair nazarı esaslara aykırı olarak tutarlı ve anlaşılabilir olmaması; yanıltıcı kabul edilmeyi beraberinde getirecektir⁶³⁵. Bilgilendirmenin tutarlı ve anlaşılabilir olmasının yanı sıra; Kurulca belirlenen standartlara uygun, tam, güncel ve analiz edilebilir olması da şarttır⁶³⁶. Tüm bu esaslar, arz edilen bilgileri anlaşılır kılmaya ve dolayısıyla yatırımcının yanıltılmasını önlemeye yönelik tedbirleri içermektedir.

2.3.1.3. İzahnamede Yer Alan Eksik Bilgiler

İzahnamede yer alması gereken bilgilerin kısmen veya tamamen yer almaması, SerPK m. 10 kapsamında öngörülen hukuka aykırılık tiplerinden birini teşkil eder. İzahnamede yer alması gereken bilgiler; Kanun, ikincil düzenlemeler ve Kurulca hazırlanan ve yayımlanan standartlarda belirlenmiştir. Bununla birlikte, bu düzenlemelere göre izahnamede yer alması gereken bilgilere dair tüm eksikliklerin sorumluluğa neden olmayacağı; bu eksikliğin esaslı mahiyette olması gerektiği ifade edilmelidir. Esaslı olmayan ve yatırım kararını etkilemeyen eksiklikler, bu bağlamda hukuka aykırı bilgilendirme kapsamında değildir.

Kurul tarafından hazırlanan izahname standartlarında, her bir bilginin hangi bapta yer alacağı ayrıntılı olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte, izahnamenin şekli ya da tasarım olarak bu düzenlemelerde belirtilen sistematığe uymaması; tek başına bir eksiklik olarak görülemez. Söz konusu esaslı bilgi, izahname standartlarında öngörülen bapta değil de,

⁶³³ Assman/Schütze, § 5 N. 61; Groß, N. 44.

⁶³⁴ Bkz. Birinci Kısım 1.2.3.1 numaralı başlık.

⁶³⁵ Assman/Schütze, § 5 N. 53; Manavgat, *Halka Arz*, 230.

⁶³⁶ Rein, 174.

izahnamenin herhangi bir yerinde açıklanmışsa; ilkesel olarak eksik veya yanıltıcı mahiyette olmadığını ifade etmek gerekir⁶³⁷.

2.3.2. İlliyet Bağı

Sorumluluk ve tazminat hukukunun temel kavramlarından olan illiyet bağı; kısaca, hukuka aykırılık ile zarar arasındaki sebep-sonuç ilişkisi olarak tarif etmek mümkündür. Kural olarak, illiyet bağı olmaksızın, sorumluluk izafesi düşünülemez⁶³⁸. İzahnameden doğan sorumluluk bakımından da, bu genel kaide geçerli olup; tazminat talep edilebilmesi, hukuka aykırı fiil ile zarar arasında bir illiyet bağına bağlıdır⁶³⁹.

2.3.2.1. Genel Olarak İlliyet Bağı Kavramı

İlliyet (*nedensellik*) mefhumu felsefeciler tarafından, düşünce tarihinin ilk dönemleri itibariyle tartışılmaktadır. “*Neden?*” sorusu ile tebâüz eden insanoğlunun bilme arzusu; vakâ ve vakıaları, bir sebep-sonuç ilişkisi dairesinde açıklama çabasının, genelgeçer bir tavır olarak yerleşmesini sağlamıştır. “*Her varoluş ve değişim, bir sebebe bağlıdır*” düşüncesini, ilk defa *Platon*’da görmek mümkündür⁶⁴⁰. Mefhumun felsefî mahiyetine dair ciddi tartışmaların hâlen devam ettiğini ifade etmekle beraber⁶⁴¹; hukukî manada illiyet bağına bugün itibariyle, bu tartışmalarla kuvvetli bir rabitasının kalmadığının altını da çizmek gerekir.

İlliyet bağına bir misal üzerinden açıklamak gerekirse; bir uçak seyahatini ve bu uçak seyahatinde yolculara yiyecek ve içecek servisi yapmakla vazifeli bir personeli düşünebiliriz. Servis esnasında personel, yolculardan birinin üzerine yanlışlıkla soğuk bir içecek döker ve bunun üzerine yolcu da, kıyafetini silmek yahut değiştirmek için yerinden kalkarak tuvalete gider. Yolcu tuvalette iken uçak türbülansa girer ve yaşanan sarsıntı nedeniyle yolcu kafasını tavana vurarak ağır şekilde yaralanır. Yaralanan yolcu, tedavi

⁶³⁷ Groß, N. 67.

⁶³⁸ Fikret Eren, Sorumluluk Hukuku Açısından Uygun İlliyet Bağı Teorisi, Ankara 1975, 1; Oğuzman/Öz, Cilt I, N. 133; Schwarz, 124.

⁶³⁹ Bu genel tarif, Türk hukukunda kabul gören ve malvarlığındaki eksilmeyi esas alan bir tariftir ve bu hususa dair tafsilatlı bilgiler bu bapta açıklanmıştır.

⁶⁴⁰ Menno Hulswit, “A Short History of ‘Causation,’”

http://see.library.utoronto.ca/SEED/Vol4-3/Hulswit.htm#_edn1 (Erişim: 15.12.2018).

⁶⁴¹ Bkz. Eren, Uygun İlliyet, 4 vd.

süresince işine devam edemez ve ciddi bir iktisadî kayıp yaşar. Bu noktada, felsefî veya mantıkî bir illiyet bağının varlığı şüphesiz ki mevcuttur; nitekim yolcunun üzerine içecek dökülmeseydi, yolcunun yaralanması söz konusu olmayacaktı. Felsefî yahut mantıkî illiyet bakımından; yolcunun uğradığı zarardan servis personelini mesul tutmak mümkün olabilecektir.

Bu anlayıştan yola çıkan şart teorisine göre; bir vaka, zorunlu bir şekilde kendisini meydana getiren şartların varlığına bağlı olarak gerçekleşir⁶⁴². Mâmafih, yukarıdaki misalde servis personelinin sorumlu tutulabilmesine yol açacak şekilde sorumluluğun genişletilmesi; şart teorisinin eleştirildiği mühim noktalardan biri olmuştur⁶⁴³. Bu noktada, sorumluluğun sınırlandırılması hakkaniyetin gereğidir. Aksi hâlde servis personelinin yanı sıra; uçağın rötör yapmasına bağlı olarak havayolu şirketinin ya da yolcunun seyahat etmesine sebep olan şirket toplantısı için kendisini görevlendiren patronunun da sorumluluğu söz konusu olabilecektir. Bu nedenle, sorumluluğun hakkaniyete uygun bir şekilde sınırlandırılabilmesi noktasında şart teorisinin bazı formları geliştirilmiştir. Şart teorisinin sorumluluğu genelleştiren yaklaşımı karşısında; ferdileştirici teorilerden olan son şart teorisi de bunlardan biridir⁶⁴⁴. Buna göre; hukukî manadaki sebep, sonuçtan hemen önceki son şarttır. İngiliz ve ABD hukukunda hâkim olan yakın sebep (*proximate cause*) teorisi de, bu yaklaşımın bir tezahürüdür.

Hayatın olağan seyri içinde, hâsıl olan zararlar tek bir sebebe istinat etmez; ekseriyetle birden fazla sebebin bir araya gelmesi neticesinde gerçekleşir. Mantıkî olarak, bu sebeplerin her biri illiyet olarak kabul edilebilirse de; bazı sebepler ile zarar arasındaki rabita o derece uzaktır ki, bu sebeplerin faillerine sorumluluk izafe etmek, hukuken ve vicdanen kabul görmez⁶⁴⁵. Bu noktada, *uygun* bir illiyetin varlığı gözetilir; nitekim uygun illiyet ise, mevcut hâl ve şartlar ile genel hayat tecrübesi bakımında objektif bir sebep-sonuç ilişkisine karşılık gelir. İsviçre ve Alman hukukunda geliştirilen ve Türk hukukunda da kabul gören bu uygun illiyet bağı teorisine göre; gerçekleşen netice ile olayların normal akışına ve genel hayat tecrübesi bakımından neticeyi gerçekleştirmeye elverişli olan ya da

⁶⁴² Schwarz, 126; Eren, *Uygun illiyet*, 22.

⁶⁴³ Eren, *Uygun İlliyet*, 28; Tekinay vd., 771.

⁶⁴⁴ Eren, *Uygun İlliyet*, 35.

⁶⁴⁵ Saymen/Elbir, 483.

gerçekleştirme ihtimalini objektif olarak arttıran şart arasındaki bağ, illiyet bağı olarak tarif edilebilir⁶⁴⁶.

2.3.2.2. İzahnameden Doğan Sorumluluk Bağlamında İlliyet Bağı

Türk hukukundaki hâkim teori olan uygun illiyet bağı teorisinin iki fonksiyonu vardır: Bunlardan ilki, sorumluluğun kurulması; ikincisi ise, sorumluluğun sınırlandırılmasıdır⁶⁴⁷. Uygun illiyet bağı teorisinin kurucu ve sınırlandırıcı fonksiyonları; izahnameden doğan sorumluluk bağlamında işlem nedenselliği (*transaction causality/Haftungsbegründende Kausalität*) ve zarar nedenselliği (*lost causality/Haftungsausfüllende Kausalität*) olarak ele alınmaktadır. Uygun illiyet bağı, aynı zamanda bir nedensellik zincirine işaret eder. İzahnameden doğan sorumluluk bakımından zincirin ilk halkası, yatırım kararına müstenit olan hukuka aykırı bilginin arz edilmesi; son halkası ise zarara yol açan nedendir⁶⁴⁸.

2.3.2.2.1. İşlem ve Zarar Nedenselliği Kavramları

İşlem ve zarar nedenselliği kavramları, sorumluluğun kurulması ve sınırlandırılmasını izah edebilmek bakımından geliştirilmiş; sermaye piyasası hukuku bakımından ise özellikle ABD hukukunda, *Rule 10b-5* kapsamındaki menkul kıymet dolandırıcılığı davalarında işlevsellik göstermiştir⁶⁴⁹. Menkul kıymet dolandırıcılığı davaları, hukukî sebep bakımından izahnameden doğan sorumluluk davaları ile birebir örtüşmez; bununla birlikte, illiyet bağına dair tartışmalar bakımından yol gösterici bir mahiyet arz eder.

Menkul kıymet dolandırıcılığına dair *List v. Fashion Park, Inc.*⁶⁵⁰ davası, işlem ve zarar nedenselliği kavramlarının ilk defa irdelendiği; davacının işlem nedenselliğini ispat etmesinin, sorumluluğun izafesi ve tazminat talebi için yeterli olmadığı kabul edildiği

⁶⁴⁶ Saymen/Elbir, 483; Arsebük, 129; Eren, *Borçlar Genel*, 541; Schwarz, 128; Oğuzman/Öz, *Cilt I*, N. 138.

⁶⁴⁷ Tekinay vd., 773; Eren, *Uygun İlliyet*, 54.

⁶⁴⁸ Assman/Schütze, § 5 N. 91; Merrit B. Fox, *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, *The Business Lawyer*, 60 (2), (2005), 514.

⁶⁴⁹ Fox, *Demystifying Causation*, 508.

⁶⁵⁰ 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965).

ilk vakadır⁶⁵¹. Yerel mahkeme, davacının menkul kıymetlere dair gerçek bilgiye vâkıf olsa dahi bunları satın alacağı gerekçesiyle, davayı reddetmiştir. Bununla birlikte yargılama safhasında şu husus tartışılmıştır: Davacının, menkul kıymetlere dair gerçek bilgiye vâkıf olması hâlinde söz konusu menkul kıymetleri satın almayacağını ispatlaması; illiyet bağının da ispatlanması anlamına gelecek midir?

Federal mahkemeler bu suali, zaman içinde olumsuz cevaplamış; işlem nedenselliğini yeterli kabul etmeyerek, davacının birtakım şeyleri daha ispat etmesi gerektiği noktasında bazı kararlar vermişlerdir⁶⁵². *Globus v. Law Research Service, Inc.*⁶⁵³ kararı da meselenin ele alındığı ve jüri talimatlarına yansıdığı önemli kararlardan biridir. Bununla birlikte, işlem ve zarar nedenselliği kavramlarının terim olarak zikredildiği ilk karar; *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*⁶⁵⁴ kararıdır. Kararda özetle; davanın kabulü için hem işlem, hem de zarar nedenselliğinin var olması gerektiği ifade edilmiştir⁶⁵⁵. 1981 tarihli *Huddleston v. Herman & MacLean*⁶⁵⁶ kararında ise; “davacının sadece gerçeği bilseydi alım yapmayacağını değil; yanlış bilginin doğrudan veya yaklaşık nedensellik bağlamında zarara yol açtığının da ispatlanması gerektiği” ifade edilmiştir⁶⁵⁷.

Hukuka aykırı fiil ile zarar arasındaki illiyet bağının ortaya konulabilmesi için; işlem nedenselliğinin yanı sıra zarar nedenselliğinin de ispat edilmesi gerektiği yönündeki bir diğer önemli karar da, *Bastian v. Petren Resources Corp.*⁶⁵⁸ kararıdır. Davacılar, *Petren Corp.* adlı bir petrol ve doğalgaz şirketine; beklenen kârın elde edilememesi üzerine dava açmışlardır. Davacılar, şirketin beyanlarına güvendiklerini, davalıların kabiliyetleri konusunda kendilerini yanılttıklarını, yanıltıcı mahiyetteki bu beyanlara güvenmemiş olsalardı bu menkul kıymetleri satın almayacaklarını ileri sürdüler. Ancak yatırım yaptıkları menkul kıymetlerin değerlerinin nasıl sıfırlandığına dair herhangi bir teori

⁶⁵¹ **Robert A. Prentice**, “*Behavioral Economics Applied: Loss Causation*”, Loyola University of Chicago Law Journal, 44 (5), (2013), 1514.

⁶⁵² **Merrit B. Fox**, “*After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*”, Journal of Corporation Law, 31 (3), (2006), 835.

⁶⁵³ 418 F.2d 1276 (2d Cir. 1969).

⁶⁵⁴ 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974), cert. denied, 421 U.S. 976 (1975).

⁶⁵⁵ **Ann Morales Olazabal**, “*Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*”, Berkeley Business Law Journal, 3 (2), (2006), 343.

⁶⁵⁶ 640 F.2d 534, 549 (5th Cir. 1981).

⁶⁵⁷ **Fox**, *After Dura*, 836; **Olazabal**, 344.

⁶⁵⁸ 892 F.2d 680 (7th Cir. 1990).

sunmadıkları gibi; bu konuya hiç değinmediler⁶⁵⁹. Mahkeme yargıçlarından *Posner*, uyuşmazlıkla alâkalı olarak; “1981 yılı petrol fiyatlarının en yüksek olduğu yıl olmasına rağmen, bu fiyatlar sonraki yıllarda istikrarlı bir şekilde düşüş gösterdi. Buna bağlı olarak, petrol ve gaz için yapılan sondaj faaliyetlerinin kârlılığı da azaldı. Bu nedenle, 1981 ve devamında kurulan petrol ve doğalgaz şirketlerinin ve bunların hisselerinin büyük çoğunluğunun değersiz olduğu ifade edilmelidir. Öyleyse uğranılan zararın, davalıların sahtekârlığına bağlı olması pek olası değildir. Eğer davalılar yalan beyanda bulunmasaydı, yatırımcılar yatırım yapmayacaktı. Ancak hisse senetlerine yatırım yapılması muhtemel olan ve dürüst bir şekilde idare edilen birçok petrol ve gaz şirketinin varlığı ve bu şirketlerin de değersiz hâle geldikleri göz önüne alınırsa; yatırımcıların gerçeğe aykırı beyanlar nedeniyle zarara uğradıklarını kabul etmek güçtür “ şeklindeki ifadeleri ile illiyet bağı meselesine dair görüşlerini serdetmiştir. Devamında ise, menkul kıymet dolandırıcılığı ile mücadele edilmesi gerekliliğini ifade etmekle beraber; dolandırıcılıkla mücadeleye dair hükümlerin, ulusal ekonomik felaketlere karşı bir sigorta mahiyetinde olmadığına da dikkat çekmiştir⁶⁶⁰.

Mahkemelerin illiyet bağının ortaya konulabilmesi için, işlem ve zarar nedenselliğinin bir arada ispatlanması gerektiğine dair görüşlerini; Rule 10b-5’de birtakım değişiklikler öngören 1995 tarihli yasal düzenleme olan PSLRA (*The Private Securities Litigation Reform Act of 1995*) takip etti. Kanun’u yürürlüğe koyan Kongre, Mahkeme'nin Kural 10b-5 davacılarının hem işlem, hem de zarar nedenselliklerini kanıtlaması gerekliliğini böylece düzenlemiştir⁶⁶¹.

İşlem nedenselliğinin, illiyet bağının ispatı için tek başına yeterli olmayacağı hususuna dair *Semerenco v. Cendant Corp.*⁶⁶² kararında; hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisi henüz geçmeden, şişirilmiş fiyat üzerinden tekrar satış yapılması hâlinde zararın doğmayacağına altı çizilir. Bu, davacının malvarlığında herhangi bir eksilme olmadığı hâllerde illiyet bağının ve zararın olmadığına değinilen önemli bir karardır.

⁶⁵⁹ **Prentice**, 1515.

⁶⁶⁰ **Prentice**, 1517.

⁶⁶¹ **Andrew M. Erdlen**, “*Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions*”, *Fordham Law Review*, 80 (2), (2011), 897; **Prentice**, 1518; **John J. Coffee**, “*Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*”, *The Business Lawyer*, 60 (2), (2005), 535; **Olazabal**, 347-348.

⁶⁶² *Semerenco v. Cendant Corp.* 223 F.3d 165 (2000).

Menkul kıymet dolandırıcılığı bağlamında illiyet bağına dair en önemli kararlardan bir diğeri ise; *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*⁶⁶³ kararıdır. Davacılar, *Dura* şirketinin hisselerini şişirilmiş fiyattan satın aldıklarını ve bu nedenle zarara uğradıklarını iddia etmişler; bidayet mahkemesinin davayı reddetmesi üzerine uyuşmazlık bölge temyiz mahkemesine taşınmıştır. Bölge temyiz mahkemesi, şişirilmiş fiyattan alım yapılmasının hukuka aykırı bilgilendirme ile olan rabitası ortaya konulduğu takdirde; illiyet bağının ispatlanmış olacağına karar vermiştir. Uyuşmazlık daha sonra Yüksek Mahkeme'nin önüne gelmiş ve Yüksek Mahkeme de; şişirilmiş fiyattan alım yapılmasının tek başına illiyet bağını tesis etmeyeceği; çünkü şişirilmiş fiyattan alınan hisselerin hâlen yatırımcının elinde bulunduğu ve buna bağlı olarak malvarlığında fiilî bir eksilmenin söz konusu olmadığına kanaat getirmiştir⁶⁶⁴. Kararda, öncelikle zarar kavramının altı çizilmiş; daha sonra sorumluluğun ve dolayısıyla tazminatın söz konusu olabilmesi için hukuka aykırı bilgilendirme ile bu zarar arasındaki nedenselliğin ispat edilmesi gerektiği ifade edilmiştir⁶⁶⁵.

Bu karar ile beraber davacılar, davalılar tarafından gerçekleştirilen hukuka aykırı bilgilendirmelerin, sadece menkul kıymetleri satın almalarına neden olduğunu değil; bunun yanı sıra, menkul kıymet fiyatlarının düşmesine yol açtığını da ispatlamak durumunda kalmışlardır⁶⁶⁶. *Dura* kararı, davacılarla dolayısıyla yatırımcılara çok fazla yük yüklediği için eleştirilmiştir; bu eleştirilerin odak noktası ise, illiyet bağının ispatlanmış olması için gereken zarar nedenselliğinin ne şekilde ispat edileceğine dair bir yol gösterilmemiş olmasıdır⁶⁶⁷.

İşlem ve zarar nedenselliği kavramlarından müteşekkil bu ikiz gereksinim, sermaye piyasası hukukunda yerleşik bir kabul hâlini almıştır⁶⁶⁸. Bu ikiz gereksinim, hem ABD hukukundaki yakın sebep teorisi (*proximate cause*)⁶⁶⁹; hem de Alman ve Türk hukukundaki uygun illiyet bağı teorisi bağlamında, genel hükümlerle tutarlılık arz eder.

⁶⁶³ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

⁶⁶⁴ **Fox**, *After Dura*, 862.

⁶⁶⁵ **Coffee**, 537; **Manavgat**, *Halka Arz*, 242.

⁶⁶⁶ **Olazabal**, 352 vd.; **Prentice**, 1515.

⁶⁶⁷ **Prentice**, 1521.

⁶⁶⁸ **Fox**, *After Dura*, 837.

⁶⁶⁹ **Fox**, *Demystifying Causation*, 511.

2.3.2.2.2. Sermaye Piyasasının Nev’i Şahsına Münhasır Yapısı Karşısında İlliyet Bağı

Amerika Birleşik Devletleri hukukundaki illiyet bağı tartışmalarının özünde; genel hükümler ile sermaye piyasası hukukundaki yatırımcının korunması ilkesi arasında bir uyum arayışı yer alır. Genel hükümler dairesindeki illiyet bağı ve zarar kavramlarının, özellikle ispat noktasında; sermaye piyasasının nev’i şahsına münhasır yapısına uygun olup olmadığı hususu tartışmalıdır⁶⁷⁰. Bu esaslar üzerinde şekillenen tartışmalar; illiyet bağının kurulması için işlem nedenselliğinin ispatını tek başına yeterli kabul eden görüş ile zarar nedenselliğinin de buna eklenmesi gerektiği yönündeki görüş etrafında yoğunlaşmaktadır.

İşlem nedenselliği bakımından, “*Gerçek durumu bilseydim, satın almazdım*” şeklinde tecessüm edecek içsel iradenin ispat edilmesiyle, illiyet bağının ispat edildiği kabul edilecek olursa⁶⁷¹; sorumluluğun fevkalade genişlemesi söz konusu olacaktır. Bu bağlamda zarar nedenselliği olarak ifade edilen hukuka aykırı bilgilendirme ile zarar arasındaki sebep-sonuç ilişkisinin sorumluluğu sınırlayıcı işlevine değinmek gerekir.

Yatırımcı, şişirilmiş fiyattan satın aldığı sermaye piyasası aracını, izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisi henüz ortadan kalkmadan sattığı takdirde; fiilî bir iktisadî zarar söz konusu olmayacaktır. Bu hâlde, zarar mevcut olmadığından; nedensellik tartışmasına da yer olmayacaktır. Bununla birlikte yatırımcı, hukuka aykırı bilgilendirmenin ifşa olması ve piyasa tarafından algılanmasıyla beraber düşen fiyat üzerinden sermaye piyasası aracını elden çıkaracak olursa; malvarlığında bir eksilmeden söz etmek mümkün olabilecektir. Bu noktada mühim mesele, fiyat düşününün hukuka aykırı bilgilendirmenin piyasa tarafından algılanmasından mı; yoksa birtakım dışsal etkilerden mi kaynaklandığının tespit edilmesidir. *Dura* davasında, hisse senetlerindeki fiyat düşüşü ile hukuka aykırı bilgilendirme arasındaki nedensellik ispat edilemediği için dava reddedilmiştir.

İzahnameden doğan sorumluluk davalarında davacılar; davalıların daha önceki yanlış beyanlarını düzelttiklerini ve bu düzeltme ile hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisinin ortadan kalktığını ve buna bağlı olarak sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının düştüğünü

⁶⁷⁰ Benzer şekilde **Fox**, *After Dura*, 840; **Manavgat**, *Halka Arz*, 241; **Assman/ Schütze**, § 5 N. 178.

⁶⁷¹ **Fox**, *After Dura*, 837; **Jacob M. Kantrow**, “*Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*”, *Louisiana Law Review*, 67 (1), (2006), 262.

ispat edebilirler. *Dura* davasında, davalıların hukuka aykırı bilgilendirmeyi sonradan düzeltilmesi söz konusu olmakla birlikte; düzeltme ve gerçek bilginin ifşası ile fiyat düşüşü arasında bir nedensellik kurulamamıştır⁶⁷².

Dura kararında Yüksek Mahkeme, illiyet bağı ile alâkalı olarak bir noktaya daha dikkat çekmiştir. Menkul kıymetleri satın alma tarihi ile elden çıkarma tarihi arasında ne kadar zaman varsa; diğer sebeplerin devreye girerek nedensellik zincirini bozması da o derece muhtemeldir⁶⁷³. Bu noktada mahkemenin nihaî endişesi, başkaca sebeplerden zarara uğrayan yatırımcılara, bir tür sigorta sözleşmesinin avantajlarını sağlayacak derecede, haksız tazminat ödenmesi ihtimalidir⁶⁷⁴.

2.3.2.3. Merî Mevzuat Dairesinde İlliyet Bağı

Türk hukukunda, uygun illiyet bağı teorisi kabul edilmekle birlikte; SerPK m. 32/4'de, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk bağlamında bir illiyet bağı karinesi de düzenlenmiştir.

2.3.2.3.1. Genel Bakış

Sermaye piyasasının nev'i şahsına münhasır yapısı nazara alındığında; hukuka aykırı bilgilendirmenin hem yatırım kararı, hem de zarar ile olan nedensellik ilişkisini ispatlamanın son derece güç olduğunu ifade etmek gerekir. Mesele genel hükümler dairesinde ele alınırsa; davacı, yani yatırımcı illiyet bağını ispatla mükelleftir. Oysaki sermaye piyasası araçlarını satın almakla ilgilenen yatırımcıların esaslı motivasyonu, büyük ölçüde izahnamede yer alan izahat ile sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının birlikte değerlendirilmesinden kaynaklanır. Bu gerçek karşısında; yatırımcı tarafından illiyet bağının ayrıca ispat edilmesini beklemek, son derece güç ve belki imkânsıza yakın bir ispat yükümlülüğünü yatırımcıya yüklemek anlamına gelebilecektir. Bu nedenle kanaatimiz odur ki; illiyet bağını ispat yükünü, genel hükümlerde öngörüldüğü şekliyle

⁶⁷² Bu noktada ifade etmek gerekir ki, gerçek bilginin ifşasının sadece düzeltici açıklama ile yapılması gerekli değildir; gerçek bilginin piyasa şartları içinde kendiliğinden ifşa olması da mümkündür. Bkz. **Prentice**, 1523.

⁶⁷³ **Prentice**, 1525.

⁶⁷⁴ **Kantrow**, 264.

yatırımcıya yüklemek, sermaye piyasasının gerçekleriyle örtüşmediği gibi⁶⁷⁵; sermaye piyasasının temel ilkelerinden olan yatırımcının korunması anlayışıyla da bağdaşmaz.

İlliyet bağı ile alâkalı olarak yatırımcıya bir ispat külfeti yüklemek; etkin, şeffaf ve bilginin adil dağıldığı bir sermaye piyasası tasavvuruna aykırıdır. Yatırımcının, piyasadaki fiyatın, dürüst ve adil bir şekilde oluştuğu noktasındaki inancını sarsacak mahiyetteki, illiyet bağını ispat külfetini yatırımcıya yüklemek yerine; hukuka aykırı bilgilendirme ile yatırım kararı arasındaki illiyet bağının varlığını kural olarak kabul etmek yerinde olacaktır⁶⁷⁶. Yatırımcı, izahnamedeki hukuka aykırı bilgiyi okuduğunu ve buna istinaden yatırım yaptığını ispatlamak zorunda olmamalıdır⁶⁷⁷.

Sermaye piyasasının bu özelliklerinden mütevellit kanun koyucu, SerPK m. 32/4’de aksi iddia edilebilir bir illiyet bağı karinesi ihdas etmiştir. Bununla beraber, ihdas edilmiş bu karineye bağlı olmaksızın; illiyet bağının genel hükümlere göre ispat edilmesi de mümkündür.

2.3.2.3.2. İlliyet Bağı Karinesi (SerPK m. 32/4)

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 32’nci maddesinin 4’üncü fıkrasındaki düzenlemeye göre; hukuka aykırı bilgilendirmenin yer aldığı izahnamenin geçerlilik süresi boyunca, ilk halka arzda veya borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçek ve tam bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine yatırımcının malvarlığında zarar meydana gelmesi hâlinde, izahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi ile zarar arasında illiyet bağının kurulmuş olduğu kabul edilir. İlliyet bağı karinesinin uygulama alanı bulabilmesi için; izahnamenin geçerlilik süresi içinde, gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasından hemen sonra yatırımcının sermaye

⁶⁷⁵ Assman/ Schütze, § 5 N. 178; Manavgat, *Halka Arz*, 242; Rosa, 75.

⁶⁷⁶ Aynı yönde bkz. Manavgat, *Halka Arz*, 243.

⁶⁷⁷ Skripova, 256. *Manavgat*, açığa satış ve bilgisayar programına dayalı işlemlerle ilgili olarak; yatırım kararı ve hukuka aykırı bilgilendirme neticesinde oluşan fiyat arasındaki illiyet bağının varlığı hakkında, bir duraksamanın yaşanabileceğini ifade etmiştir. Bununla birlikte müellif, bizim de iştirak ettiğimiz görüşünde; her ne kadar bu usul ile gerçekleştirilen yatırımların hukuka aykırı bilgilendirmeye doğrudan dayanmasa da, yatırım kararını tetikleyen olguların piyasa fiyatına dayandığını ifade etmektedir. Bkz. Manavgat, *Halka Arz*, 244.

piyasası aracını satması gerekir⁶⁷⁸. Bu noktada birtakım hususları ayrıca değerlendirmek gerekir.

İlliyet bağı karinesinin uygulama alanı bulabilmesi için; gerçek ve tam bilginin ortaya çıkması ve hemen akabinde yatırımcının sermaye piyasası aracını satması gerekmektedir. Bu noktada gerçek ve tam bilginin ortaya çıkması, herhangi bir şekilde gerçekleşebilir. İhraççı tarafından yapılan düzeltici açıklamalar, bağımsız denetim raporları yahut basın ve yayın kuruluşlarının yayınları neticesinde, gerçek ve tam bilginin ifşası söz konusu olabilir. Bununla birlikte gerçek ve tam bilgi, kamuoyu veya ilgililer tarafından öğrenilmemiş; sadece ilgili yatırımcı tarafından öğrenilmişse, karinenin uygulanmasını nasıl değerlendirmek gerekir? Bu noktada kanaatimizce kanunun lafzına bağlı kalmak; gerçek ve tam bilginin sadece ilgili yatırımcı nezdinde değil, kamuoyu veya en azından ilgili şirket yahut sektör çevresi tarafından öğrenilmesi gerektiğini anlamak gerekir. Bu hâlde davalı, yatırımcının gerçek ve tam bilgiye vâkıf olmasına rağmen sermaye piyasası aracını hemen satmadığını ispatlayabiliyorsa; illiyet bağı karinesinin aksinin ispatlandığını kabul etmek mümkündür.

İlliyet bağı karinesinin düzenlendiği SerPK m. 32/4'de yer alan “*hemen*” ifadesini nasıl anlamak gerekir? Bu suale yine, ortalama yatırımcıyı esas alan objektif bir bakış açısıyla cevap vermek gerekir. Bununla birlikte kurumsal ve profesyonel yatırımcılar için bu objektif esasları ayrıca ele almak gerekir. Gerçek ve tam bilginin “*ortaya çıkma*”sını, hukuka aykırılığın bütün ilgililer tarafından öğrenilmesi; “*hemen*” lafzını da ortalama yatırımcının, yatırımının hacmine ve türüne göre harekete geçebileceği mâkûl bir zaman olarak kabul etmek gerekir.

İkinci önemli husus ise, gerçek ve tam bilginin ortaya çıkması akabindeki satış işleminin, izahnamenin geçerlilik süresi içinde gerçekleştirilmesi gereğidir. Bu süre (izahnamenin yayımlanmasından itibaren 12 ay) geçtikten sonra, gerçek ve tam bilgi ortaya

⁶⁷⁸ Kanaatimiz odur ki, yatırımcının sermaye piyasası aracını hemen elden çıkarması; salt illiyet bağı karinesinin uygulanması bakımından önemlidir. Hemen elden çıkarmadığı hâllerde, illiyet bağı karinesi uygulanmamakla birlikte; genel hükümler dairesinde illiyet bağının ve zararın ispatlanabilmesi mümkündür.

çıkırsa ve akabinde satış gerçekleştirilse dahi illiyet bağı karinesinden faydalanmak mümkün değildir⁶⁷⁹.

2.3.2.3.3. İlliyet Bağının Bulunmadığına Dair Kurtuluş Beyyineleri

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32'nci maddesinin 4'üncü fıkrasında ifadesini bulan illiyet bağı karinesinin, aksi her zaman iddia ve ispat edilebilir⁶⁸⁰. Nitekim SerPK m. 32/5'de, illiyet bağının olmadığı bazı hâller, tahdîdî olmayacak şekilde zikredilmiştir.

Yatırım Kararının İzahnameye Dayanmaması (SerPK m. 32/5-a)

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32'nci maddesinin 5'inci fıkrasının (a) bendinde yer alan düzenlemeye göre; kamuyu aydınlatma belgelerinin (izahnamenin) yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından kaynaklanan tazminat talebi, sermaye piyasası araçlarının alım satımının, kamuyu aydınlatma belgesine (izahnameye) dayanmaması hâlinde reddedilir. Bu düzenleme ile işlem nedenselliğinin olmadığı hâllerde; illiyet bağının kurulamayacağı ifade edilmiştir.

İzahnameden doğan sorumluluğu bertaraf edebilmek için, illiyet bağı karinesinin, dolaylı veya muğlak bir şekilde değil; doğrudan ve kesin sebeplerle aksinin ispat edilmesi gerekir⁶⁸¹. Bununla birlikte, yatırım kararının izahnameye dayanmadığı bir hâl, büyük ölçüde yatırımcının iç dünyasında kalacak ve dışarı sızmayacaktır. Binaenaleyh, davalıların yatırım kararının izahnameye dayanmadığı hususunu ispat etmeleri son derece güçtür.

Bununla birlikte yatırım kararı yanlış, yanıltıcı veya eksik birtakım bilgiler ihtiva eden izahnameye dayanmamasına rağmen; satıştan sonra gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasına bağlı olarak sermaye piyasası aracının fiyatının değişmesi hâlinde ne olacaktır? Bir başka ifade ile işlem nedenselliği olmamasına rağmen; zarar nedenselliği söz konusu ise ne olacaktır? Bu noktada kanaatimiz o ki, illiyet bağının varlığını kabul etmek gerekir. Zarar nedenselliğinin objektif ve tespit edilebilir mahiyeti karşısında; yatırımcının içsel

⁶⁷⁹ Kara, *Kamuyu Aydınlatma*, 162

⁶⁸⁰ Aynı yönde bkz. Memiş ve Turan, 78.

⁶⁸¹ Manavgat, *Halka Arz*, 244.

iradesine bağı işlem yapma saikini dikkate almak suretiyle, sübjektif bir değerlendirmeye mahal olmadığı kanaatindeyiz.

İzahnamedeki Hukuka Aykırı Bilgilendirmenin Yatırımcı Tarafından Bilinmesine Rağmen İşlem Yapılması (SerPK m. 32/5-b)

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32'nci maddesinin 5'inci fıkrasının (b) bendinde yer alan düzenlemeye göre; kamuyu aydınlatma belgelerinin (izahnamenin) yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından kaynaklanan tazminat talebi, sermaye piyasası araçlarının satın alınmasının, kamuyu aydınlatma belgelerinde (izahnamede) yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu bilinmesine rağmen yapılması hâlinde reddedilir. Bu düzenlemede SerPK m. 32/5-a düzenlemesinde olduğu gibi işlem nedenselliğinin söz konusu olmadığı bir ihtimale yer vermekle; ihraççı için dâhi geçerli olacak bir kurtuluş imkânı söz konusudur⁶⁸².

İllyet bağı karinesinin SerPK m. 32/5-b hükmüne istinaden aksinin ispat edilebilmesi; yatırımcının, gerçek ve tam bilgiye vâkıf olmasına bağlanmıştır. Buradaki “bilme” unsurunun hem objektif, hem de sübjektif bakımdan ortaya konulması mümkündür. Objektif kıstasa göre ortalama yatırımcının, gerçek ve tam bilgiyi bilebileceği ya da bilmesi gerektiği hâlleri esas almak gerekir. Mesela ortalama bir yatırımcıya, ekonomi dergilerindeki haber ve analizleri takip etmek gibi bir yükümlülük yüklenemese de; ortalama bir yatırımcının ulusal bazda yayın yapan televizyon kanalları veya gazetelerde ardı ardına çıkan haberler hakkında bilgi sahibi olduğunu kabul etmek gerekir.

Yatırımcının, hukuka aykırı bir bilgilendirmenin varlığını, bir başka ifade ile gerçek ve tam bilgiyi sübjektif kıstasa göre “bilme”si ise; ekseriyetle, mahkemenin somut olay çerçevesinde çözmesi gereken bir mesele olarak görülebilecektir. Mesela, ihraççı şirketin öngördüğü yatırımlar için lâzım olan üretim tesislerini inşa ettiği yönündeki yanıltıcı bilginin; tesislerin inşa edildiği ifade edilen ada ve parsele komşu parseldeki arazinin sahibi olan yatırımcı tarafından bilindiğini kabul etmek gerekir.

⁶⁸² Hazen, 64.

Davalılar, illiyet bağının SerPK m. 32/5-b hükmüne istinaden kesilmesini; bir başka ifade ile yatırımcının, hukuka aykırı bilgilendirmeyi bilmesine rağmen sermaye piyasası araçlarını satın aldığı iddiasını ispat etmekle yükümlüdür. Objektif veya sübjektif bilme unsuru davalılar tarafından ortaya konulmalı; bu bilme unsuruna rağmen yatırımcı, yatırım kararından veya işlem yapmaktan vazgeçmemiş olmalıdır.

Bu noktada akla gelen bir husus, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi ile ilgili olarak birtakım ön kanaatleri olan yatırımcıların, bir araştırma yükümlülüğünün olup olmadığıdır. Örnek vermek gerekirse, izahnamede ihraççı şirketin, taraflarından birini teşkil ettiği bir alacak davasından bahsedilmiş ve uyuşmazlığın miktarı dışında yargılamaya ilişkin an itibariyle mevcut olan tüm bilgiler açıklanmışsa; yatırımcıdan miktar hususunu öğrenmesi ve şirketin malvarlığı ile karşılaştırması beklenebilecek midir? Kanaatimiz odur ki yatırımcı, böyle bir araştırma yükümlülüğü altında değildir. Mâmafih toplam bilgi nazara alındığında, esaslı kabul edilebilecek bilgi unsurlarının eksikliğine rağmen yatırımcının herhangi bir bilgi edinme çabası içinde bulunmaması, illiyet bağını kesebilecek mahiyette olmasa da; yatırımcının müterafik kusuru kapsamında değerlendirilebilecektir.

İzahnamedeki Hukuka Aykırı Bilgilendirmenin Yatırım Kararından veya İşlem Yapılmadan Önce Düzeltilmesi (SerPK m. 32/5-c)

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32'nci maddesinin 5'inci fıkrasının (c) bendinde yer alan düzenlemeye göre; kamuyu aydınlatma belgelerinin (izahnamenin) yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından kaynaklanan tazminat talebi; kamuyu aydınlatma belgelerinde (izahnamede) yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere dair düzeltmenin, yatırım kararının verilmesinden veya bu belgeye dayanarak işlem yapılmasından önce ilan edilmiş olması hâlinde reddedilir.

İlliyet bağı karinesinin, SerPK m. 32/5-c hükmüne istinaden aksinin ortaya konulması; SerPK m. 32/5-b hükmünde düzenlenen hâlden oldukça farklı temellere istinat eder. Şöyle ki (c) bendinde; yatırımcıya dair bir bilme unsurunun varlığı söz konusu değildir. Bu hükme göre illiyetin bağının karinesinin aksini ispat etmek için; bir

düzeltilmenin ilân edilmesi gerekli ve yeterlidir. Bu düzeltmede açıklanan gerçek ve tam bilginin; yatırımcı tarafından bizâtihi öğrenilmesi şart değildir.

İzahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirmenin, izahnamenin yayımlanmasından sonra düzeltilmesi mümkündür. Düzenlemede geçen *düzeltilme* ve *ilân* ifadelerini, birlikte ele alarak düzeltilmenin ilan edilmesi olarak anlamak gerekir. Düzeltilmenin ilânı için geçerli olacak mecra veya ortam; Kamuyu Aydınlatma Platformu'dur (KAP). Yatırımcıya KAP dışında başkaca bir internet sitesi ya da yayım mecrasını takip etme yükümlülüğü yüklemek anlamına gelecek şekilde; şirketin internet sitesinde ya da basın kuruluşlarında yer alan açıklama yahut haberleri bu kapsamda değerlendirmek yerinde olmayacaktır. Düzeltilici açıklamanın, şirketin internet sitesinde yayımlanması ya da basın kuruluşları aracılığıyla duyurulması hâlinde; SerPK m. 35/5-c hükmü değil, SerPK m. 32/5-b hükmü uygulama alanı bulacak ve gerçek ve tam bilgiyi içeren düzeltilici açıklamanın yatırımcı tarafından bilindiğini ya da bilinmesi gerektiğini ispat etmek gerekecektir.

İzahnamedeki Hukuka Aykırı Bilgi Olmasaydı Dahı Yatırımcınının Zarara Uğrayacak Olması (SerPK m. 32/5-ç)

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32'nci maddesinin 5'inci fıkrasının (ç) bendinde yer alan düzenlemeye göre; kamuyu aydınlatma belgelerinin (izahnamenin) yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından kaynaklanan tazminat talebi; kamuyu aydınlatma belgesinde (izahnamede) yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasaydı dahı yatırımcıların zarara uğrayacak olmaları hâlinde reddedilecektir. Düzenlemede zarar nedenselliğinin söz konusu olmadığı hâl ve şartlarda; illiyet bağı karinesinin aksinin ispat edilebileceği ifade edilmiştir.

Sermaye piyasasında oluşan fiyatlar, birtakım dışsallıklardan etkilenmeye son derece müsaittir. Özellikle, sermaye piyasası araçlarının satın alınması ile bunların fiyatlarının, gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasından sonra düşmesi arasındaki zaman aralığı ne kadar fazla ise; dışsal etkilerin nedensellik zincirini bozması da o derece muhtemeldir⁶⁸³. Bu dışsal etkiler, hukuka aykırı bilgilendirme dışında fakat yine ihraççıdan sâdir olan bazı sebepler olabileceği gibi; ihraççı ya da sermaye piyasası araçlarının mahiyetinin tamamen

⁶⁸³ Prentice, 1525.

dışında olan, savaş, doğal afet ya da genel iktisadî gelişmelerden de kaynaklanabilir. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki *Bastian v. Petren Resources Corp.* davasında Yargıç Posner, dolandırıcılıkla mücadele hükümlerinin, ulusal ekonomik felaketlere karşı bir tür sigorta himayesi sağlayan hükümler olmadığını haklı olarak ifade etmiştir⁶⁸⁴.

İzahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler olmasaydı dahi yatırımcının zarara uğrayacağını ispat edebilme noktasında; benzer sektörlerdeki ihraççıların benzer özellikleri haiz sermaye piyasası araçlarının karşılaştırılması söz konusu olabilir. Gerçekten de, sadece davalı ihraççının ihraç ettiği sermaye piyasası araçları değil; piyasada işlem gören ve ihraçlarında herhangi bir hukuka aykırı bilgilendirmenin söz konusu olmadığı, benzer sektör ve özelliklerdeki sermaye piyasası araçları da, aynı ölçüde değer kaybı yaşamışsa; illiyet bağının olmadığı ispat edilebilecektir.

İzahnamedeki Hukuka Aykırı Bilgilendirmenin Esaslı (Önemli) Olmaması

İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerin esaslı veya önemli nitelikte olmaması; ihraççı da dâhil olmak üzere muhtemel sorumlular bakımında bir kurtuluş imkânı sağlar. İzahnameden doğan sorumluluğun söz konusu olabilmesi için; hukuka aykırı bilgilerin esaslı (önemli) olması gerektiğine dair mevzuatta açık bir hüküm yoktur. Buna rağmen, esaslı olmayan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerin; sorumluluğun hem hukuka aykırılık, hem de illiyet bağına dair şartlarını sağlamayacağını ifade etmek gerekir. Bir başka ifade ile Türk hukuku bakımından da, izahnameden doğan sorumluluğun söz konusu olabilmesi için ABD ve Alman hukuklarında olduğu gibi; izahnamedeki eksikliğin esaslı mahiyette olması gerekir.

Esaslı bilgiler, ortalama ve tedbirli bir yatırımcının kanaatine etki edebilecek bilgiler olarak tarif edilebilir⁶⁸⁵. Amerika Birleşik Devletleri içtihat hukukunda da esaslı bilgi, tam ve gereği gibi açıklandığı takdirde; yatırımcının genel kanaatini değiştirme ihtimali olan bilgiler olarak tanımlanmıştır⁶⁸⁶. Bununla birlikte Yüksek Mahkeme, bilginin esaslı

⁶⁸⁴ Bkz. İkinci Kısım 1.3.2.3.1 numaralı başlık.

⁶⁸⁵ **Allison**, 108.

⁶⁸⁶ *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 448 (1976).

mahiyyette olup olmadığı hususunun her somut olayda ayrıca irdelenmesi gereğine de işaret etmiştir⁶⁸⁷.

İzahnamedeki hukuka aykırılık ile zarar arasındaki illiyet bağı, esasında hukuka aykırılığın esaslı (önemli) olması sağlar⁶⁸⁸. Bunun gibi, mevzuat gereğince açıklanması ve izahnamede yer alması zorunlu olan herhangi bir bilgiye dair eksikliğin, sorumluluk için yeterli olmadığı; muhakkak surette bu bilginin esaslı olması gerektiği kanaatindeyiz⁶⁸⁹. Fakat eksikliğin esaslı olup olmadığının tespitinde yaşanacak bir duraksamada; yatırımcının korunması ilkesi bağlamında eksikliğin esaslı olduğunun kabulü gerekir. Bununla birlikte, birtakım kıstasların, somut olay dairesinde mahkemeler tarafından tespit edilerek uygulanması da söz konusu olabilir. Mesela, değeri sabit olmayan veya kesin olarak ölçülemeyen bazı varlıkların değerlemesinde; % 18 ila % 20 oranlarındaki bir dalgalanmanın kaçınılmaz olabileceği veya haklı gösterilebileceği ifade edilmiştir⁶⁹⁰.

2.3.3. Zarar

İzahnameden doğan sorumluluk hükümleri kapsamında tazminata hükmedilebilmesi için, yatırımcının zarara uğraması ve bu zararın ispatlanması gerekmektedir.

2.3.3.1. Genel Olarak Zarar Kavramı

Zarar mefhumunu; bir şeyin, bir olayın yol açtığı menfaat kaybı ya da olumsuz, kötü sonuç, ziyan olarak tanımlamak mümkündür⁶⁹¹. Kural olarak, hayatın akışı içinde zarar gören; uğradığı zarara kendisi katlanmalıdır. Bununla birlikte haksız fiil, borca aykırılık sebebiyle yahut bir kanunî düzenleme ya da akitten mütevellit olarak, zararın bir başkasına yükletilebilmesi mümkündür. Bu esastan olmak üzere, sorumluluk hukuku bağlamında zarar görenin tazminat talebinde bulunabilmesi için; bir zararın meydana gelmesi ve bu zararın bir başka kişiden tazmin edilebilmesinin hukuk düzeni tarafından kabul edilmesi gerektiği ifade edilebilir.

⁶⁸⁷ Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 239 (1988).

⁶⁸⁸ Allison, 109.

⁶⁸⁹ Aynı yönde bkz. Assman/Schütze, § 5 N. 142.

⁶⁹⁰ Groß, N. 44.

⁶⁹¹ Bkz. Türkçe Sözlük, 2644.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10 ve 32'inci maddelerinde düzenlenen izahnameden doğan sorumluluk bağlamında, tazmin edilmesi istenen zarar, malvarlığı zararlarıdır⁶⁹². Bu malvarlığı zararı, bir kimsenin iradesi dışında, malvarlığında meydana gelen eksilme olarak tanımlanabilir⁶⁹³. Bir başka ifade ile malvarlığında bir azalma olmaksızın zarardan bahsetmek, kural olarak mümkün değildir.

2.3.3.2. İzahnameden Doğan Sorumluluk Bakımından Zarar Teorileri

İzahnameden doğan sorumluluk bağlamında, zararın ne zaman doğduğu ve ne şekilde tespit edilebileceğine dair öğretide serdedilen iki esaslı görüşten bahsetmek mümkündür. Bu görüşler esasında, Amerika Birleşik Devletleri hukukundaki menkul kıymet dolandırıcılığı ile alâkalı davalarda geliştirilmiş ve bugüne gelmiştir. Mâmafih menkul kıymet dolandırıcılığına dair bu görüşlerin, izahnameden doğan sorumluluk davaları bakımından da değerlendirilmesi gerektiği ve incelenmesinin mümkün olduğu kanaatindeyiz.

2.3.3.2.1. Sermaye Piyasası Araçlarının Satın Alınması ile Oluşan Farazî Zarar Görüşü

Merrit B. Fox tarafından savunulan görüşün hülasası; zararın doğması için, hukuka aykırı bilgilendirmeye bağlı olarak işlem yapılmasının kâfi olduğu noktasındadır⁶⁹⁴. Müellifin görüşü, genel hükümler dairesindeki zarar telakkisinin; sermaye piyasasının temel ilkeleri arasında olan yatırımcının korunması ilkesi ile bağdaşmayacak bir neticeye yol açabileceği yönündedir.

Genel hükümlere göre zarar, malvarlığının eksilmesine bağlı olarak gerçekleşecektir. Dolayısıyla zararın tespitinde, hukuka aykırı bilgilendirme neticesinde oluşan işlem fiyatı ile hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisi ortadan kalktıktan sonraki fiyat arasındaki fark dikkate alınır. Genel hükümler dairesinde yapılacak bir zarar incelemesinde ilk önce, hukuka aykırı bilgilendirmenin ifşa olması ve etkisinin ortadan kalkması gerekir. Buna bağlı olarak sermaye piyasası aracının fiyatı düşecek; yatırımcının malvarlığında bir

⁶⁹² Malvarlığı zararları için bkz. **Saymen/Elbir**, 456; **Eren**, *Borçlar Hukuku*, 521; **Tekinay vd.** 735.

⁶⁹³ **Eren**, *Borçlar Hukuku*, 521

⁶⁹⁴ **Fox**, *Demystifying Causation*, 523 vd.

azalma meydana gelecektir. Bunun yanı sıra, gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasına kadar geçen süre içerisinde; zararın miktarını etkileyebilecek herhangi bir menfi ya da müspet gelişme de olmamalıdır⁶⁹⁵. Bir başka ifade ile nedensellik zinciri, dışsal birtakım etkilere maruz kalmamalıdır. Bu noktada dışsal bir etkinin söz konusu olup olmadığını tespit etmek ise son derece güçtür. Özellikle yargılama faaliyetini icra edenlerin, bu tür bir kabiliyeti haiz olmalarının mümkün olamayabileceği ifade edilmiştir⁶⁹⁶. Sermaye piyasasının dinamik ve piyasadaki fiyatların değişken yapısı dikkate alınır; hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisinin ne zaman ortadan kalktığını tam olarak tespit etmek çoğunlukla mümkün olmayacaktır⁶⁹⁷.

Fox, genel hükümler dairesindeki gerçek ve somut zararın tespitine dair şartların; zarar kapsamını fazlaca daraltacağı kanaatinde⁶⁹⁸. Özellikle zarar nedenselliğine dair girift bazı meseleler, gerçek zarar ya da malvarlığındaki somut azalmayı tespit etmeyi imkânsız kılabılır. Bu hâlde zararın tespit edilebilmesi için; işlem anını esas alan farazî bir fiyatın belirlenmesi ve bu fiyat üzerinden değerlendirme yapılması zorunluluk arz eder. Nitekim Alman Federal Mahkemesi de bu yönde bir kararında; hukuka aykırı bilgilendirme olmasaydı söz konusu olacak farazî fiyat ile işlem fiyatı arasındaki farkı esas almıştır⁶⁹⁹.

Manavgat, bu görüşün handikaplarından biri olarak; izahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilendirme neticesinde sunî fiyattan alım yapan yatırımcının, gerçek fiyat henüz piyasaya yansımada tekrar satış yapması hâlinde, fiilî olarak malvarlığında bir eksilme olmamasına rağmen tazminat talep etmesine imkân tanıyor olmasını gösterir. Bir başka ifade ile hukuka aykırı bilgilendirme ile oluşmuş fiyat üzerinden alım yapan yatırımcı; yine bu fiyat üzerinden aynı sermaye piyasası aracını sattığı vakit malvarlığında herhangi bir eksilme olmamaktadır. Malvarlığında herhangi bir azalma olmaksızın yatırımcının tazminat talebinde bulunabileceği kabulü ise; bir sebepsiz zenginleşme hâli olarak telakki edilebilecektir⁷⁰⁰.

⁶⁹⁵ **Fox**, *Demystifying Causation*, 524.

⁶⁹⁶ **Coffee**, 534.

⁶⁹⁷ **Manavgat**, *Halka Arz*, 249.

⁶⁹⁸ **Fox**, *Demystifying Causation*, 525.

⁶⁹⁹ **Manavgat**, *Halka Arz*, 249.

⁷⁰⁰ **Manavgat**, *Halka Arz*, 250.

Fox tarafından savunulan bu görüşe getirilebilecek bir diğer eleştiri de; hukuka aykırı bilgilendirme olmasaydı oluşacak farazî fiyatın tespit edilmesinin güçlüğüdür. Gerçekten de, farazî fiyatı tespit etmek son derece teknik bir mesele olup; muhakkak surette uzman bilirkişi incelemesi gerektirecektir. Bununla birlikte bilirkişi incelemesinin neticesi dâhi mutlak bir kesinlik sağlamayacak; bunun gibi, mahkeme tarafından tespit edilecek farazî fiyat, benzer saiklerle açılmış diğer davalar veya herhangi bir uyuşmazlığa konu olmamış aynı statüyü haiz diğer sermaye piyasası araçları için de manipülatif etkilere yol açabilecektir.

Kanaatimizce *Fox* tarafından ileri sürülen bu görüş, esasında tutarlı olmakla beraber; zararın, hukuka aykırı bilgilendirmeden ziyade, açıkça başka bir sebepten sâdir olması hâlinde ne olacağına cevap verememektedir. Bununla birlikte yukarıda yer verilen eleştirileri de haklı görmekteyiz. Zararın satın alma anında doğduğu kabul edilecek olursa; gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasına kadar geçen zamanda sermaye piyasası aracı her el değiştirdiğinde yeni bir tazminat borcu gündeme gelecek; bu da mükerrer tazminat taleplerine yol açabilecektir.

2.3.3.2.2. Fiilî (İktisadî) Zarar Görüşü

Sermaye piyasası araçlarının, hukuka aykırı bilgilendirme neticesinde oluşan fiyat üzerinden satın alınması ile zararın doğduğu yönündeki görüşe göre; somut ve gerçek zararın varlığı şart değildir. Gerçek, somut ve fiilî bir zararın varlığından ziyade, farazî bir zararın esas alındığı bu yaklaşım, sorumluluğu ciddi bir şekilde genişletmektedir. Bu hâl karşısında *John J. Coffee*, hâkimin farazî bir fiyat üzerinden zararı belirlemesinin yerinde olmadığını; zararın varlığı ve miktarının piyasa şartlarında, gerçek ve somut zararın tespiti ile belirlenmesi gerektiğini ileri sürmüştür⁷⁰¹.

Menkul kıymet dolandırıcılığının Amerika Birleşik Devletleri'ndeki gelişim süreci ele alındığında; özellikle *Dura* kararı ile beraber gerçek (iktisadî) zararın tespit edilmesi gerektiği yönünde bir genel kabul söz konusu olmuştur⁷⁰². Bu kararda özetle, hukuka aykırı

⁷⁰¹ *Coffee*, 538.

⁷⁰² Bkz. *Fox*, *After Dura*, 862; *Olazabal*, 358. Nitekim zarar nedenselliği başlığı altındaki PSLRA m. 21 D(b)(4) hükmüne göre davacı, davalının fiili ve ihmalinin davacının ekonomik kaybında neden olduğunu ispat külfeti altındadır.

bilgilerden müteşekkil izahnameye bağlı olarak sermaye piyasası araçlarının satın alınmasının; zararın doğması için tek başına yeterli olmayacağı, muhakkak surette gerçek ve fiilî zararın tespit edilmesi gerektiği ifade edilmiştir⁷⁰³. Zararın, birtakım varsayımlar üzerinden belirlenmesinin hâkimin takdir yetkisini, piyasanın olağan işleyişi aleyhine olacak şekilde genişleteceği ifade edilmiştir. Zararın tespiti noktasında, piyasanın olağan işleyişini esas almak; mahkemelerin farazî tespitlerinden daha hakkaniyetli bir neticeyi beraberinde getirecektir⁷⁰⁴.

Coffee tarafından savunulan bu görüşün hülasası; yatırımcının sermaye piyasası aracı satın almasının, hukuka aykırı bilgilendirmeye dayandığının peşinen kabul edilmesi ve bu noktada bir araştırmaya gerek olmaması noktasındadır. Zararın varlığı ve illiyet bağı ile ilgili olarak belirleyici olan, daha ziyade zarar nedenselliğidir⁷⁰⁵.

2.3.3.3. Pozitif Hukuk Bakımından Zarar

Türk ve İsviçre hukuklarında, zararın tespiti bakımından fark kuramı caridir⁷⁰⁶. Zarar, gerçek zarardır; bir başka ifade ile zarar görenin malvarlığındaki somut azalmadır⁷⁰⁷. Buna göre, izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilendirmeye istinaden bir sermaye piyasası aracı satın alınması; tek başına malvarlığında bir azalmaya yol açmadığından; bu hâlde bir zararın varlığından söz edilemez⁷⁰⁸. Bir başka ifade ile pozitif hukuk, farazî bir zarar kabulüne cevaz vermemektedir. Zarar, muhakkak surette gerçek, somut ve fiilî; bunun yanı sıra gerçekleşmiş ya da gelecekte gerçekleşmesi muhtemel olmalıdır⁷⁰⁹.

Zarar bakımından, sermaye piyasası aracının satıcısı konumundan bulunan ihraççı veya halka arz eden ile diğer sorumluları birbirinden ayırmak gerekir. Yatırımcı ile sermaye piyasası aracının satıcısı konumunda olan ihraççı veya halka arz eden arasında bir sözleşme ilişkisi olduğu göz önünde bulundurulacak olursa; talep edilecek zararın müspet zarar olduğunu ifade etmek gerekir. Bu bakımdan davacı, açacağı davada hem

⁷⁰³ **Manavgat**, *Halka Arz*, 251.

⁷⁰⁴ **Coffee**, 534.

⁷⁰⁵ **Manavgat**, *Halka Arz*, 252.

⁷⁰⁶ **Schwarz**, 138.

⁷⁰⁷ **O. Gökhan Antalya**, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, İstanbul 2012, 451.

⁷⁰⁸ **Tekinay vd.** 751; **Manavgat**, *Halka Arz*, 254.

⁷⁰⁹ **Tekinay vd.** 751; **Oğuzman/Öz**, *Cilt I*, N. 1293.

malvarlığındaki azalmayı (fiilî zarar), hem de mahrum kaldığı kârı talep edebilecektir⁷¹⁰. Bununla birlikte, sermaye piyasası aracının satıcısı olmayan diğer sorumlular bakımından; arada herhangi bir sözleşme bulunmadığından müspet-menfi zarar ayrımı söz konusu olmayacaktır.

2.3.3.3.1. Farklı İhtimaller Dairesinde Zararın Varlığı

Zararın gerçekleşmesi, nedensellik kapsamında değerlendirilebilecek olaylar silsilesi bağlamında ve belirli bir süreç içinde söz konusu olacaktır. Bu bakımdan, hem SerPK m. 32/4, hem de genel hükümler dairesinde zararın tespitine dair hususları ayrıca değerlendirmek gerekir.

SerPK m. 32/4 Bağlamında Zarar

İllyet bağı karinesinin düzenlendiği SerPK m. 32/4 hükmünde; aynı zamanda bir zarar tanımı ve bu zararın ne zaman gerçekleşmiş kabul edileceği de düzenlenmiştir. Düzenlemeye göre; yatırımcının elindeki sermaye piyasası aracını, gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasından hemen sonra satması neticesinde meydana gelecek malvarlığındaki azalma, zararı teşkil eder. Bu bağlamda, zararın varlığı için; gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasının akabinde bir satış işleminin gerçekleştirilmesi şarttır.

Gerçek ve tam bilginin ortaya çıkması, yani hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisinin ortadan kalkmaya başlaması, çeşitli şekillerde söz konusu olabilir. Bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşlarının raporları, ihraççının yaptığı düzeltici açıklamalar ve ilanlar, basın kuruluşlarında yer alan haber ve analizler ya da yargı faaliyetleri neticesinde hukuka aykırı bilgilendirme ifşa olabilir. Bu noktada zarar, satış ile beraber malvarlığındaki azalma ile gerçekleşeceği için; gerçek ve tam bilginin ortaya çıkması nedeniyle yaşanan fiyat değişiminin ne kadar daha devam edeceğinin de esasında bir önemi olmayacaktır.

Bununla birlikte kanaatimiz odur ki; zararın, satış anında gerçekleşeceğine dair düzenleme; illyet bağı karinesinin uygulanması kapsamında öngörülmüştür. Satış işlemi

⁷¹⁰ Oğuzman/Öz, *Cilt I*, N. 1263; Nomer, N. 111; Tekinay vd., 752-753.

söz konusu olduğu için, bu hükmün kapsamı genel hükümlere nazaran daha dardır⁷¹¹. Sermaye piyasası aracının herhangi bir satışa bağlı olmaksızın değerinin düşebileceği ve buna bağlı olarak da yatırımcının malvarlığında bir azalmanın söz konusu olması da muhtemeldir.

Genel Hükümler Dairesinde Zarar

İzahnameden doğan sorumluluk bakımından, zararın söz konusu olabileceği tek hâl ve zararın kendisine istinaden talep edilebileceği tek düzenleme; SerPK m. 32/4'de ifade edilen esaslar dairesindeki düzenlemeden ibaret değildir. Zararın çeşitli ihtimaller dâhilinde, genel hükümlere göre tespit edilmesi de mümkündür.

Genel hükümlerin uygulama alanı bulacağı ihtimallerden biri, sermaye piyasası aracı henüz yatırımcının elindeyken; hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisinin ortadan kalkması ve sermaye piyasası aracının fiyatının kayda değer bir nispette düşmesidir. Bu hâlde yatırımcı, genel hükümler dairesinde malvarlığındaki azalmayı ve illiyet bağıını ispat etmek suretiyle zararının tazminini talep edebilecektir⁷¹². Her ne kadar yatırımcının, gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasından sonra elindeki sermaye piyasası aracını satmakta, özellikle SerPK m. 32/4 hükmünde yer alan illiyet bağı karinesinden faydalanması bakımından büyük bir menfaati söz konusu olsa da; herhangi bir sebepten dolayı satış yapılamaması ya da satışın tercih edilmemesi de mümkündür.

Davacı konumundaki yatırımcının, bu hâlde illiyet bağıını ispatlamasında illiyet bağı karinesinden bahsetmek söz konusu olmasa da; yatırımcının korunması ilkesi çerçevesinde ispat yükünün hafifletilmesi yerinde olacaktır. Gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasından kısa bir süre içinde fiyatlarda değişim söz konusu olmuşsa, illiyet bağıının ispatlandığını kabul etmek gerekir⁷¹³. Bununla birlikte, hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisinin ortadan kalkması, bir süreç içinde gerçekleşecektir. Böyle bir hâlde, gerçek ve tam bilginin piyasa tarafından ne zaman algılanacağı ve buna bağlı olarak hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisinin ne zaman ortadan kalktığını tespit etmek pek kolay değildir⁷¹⁴. Gerçek ve tam

⁷¹¹ **Manavgat**, *Halka Arz*, 257.

⁷¹² Benzer şekilde bkz. **Manavgat**, *Halka Arz*, 257.

⁷¹³ **Fox**, *After Dura*, 849.

⁷¹⁴ **Manavgat**, *Halka Arz*, 255.

bilginin piyasa tarafından algılanması noktasında; bu bilgilerin hangi şekilde ortaya çıktığını değerlendirmek gerekir. Mesela KAP'da yapılan bir açıklamanın, bir yargı kararına nazaran piyasa tarafından çok kısa bir sürede algılanabileceğine şüphe yoktur.

Davacının elindeki sermaye piyasası aracını satmadan tazminat talebinde bulunması, malvarlığındaki azalmanın tespiti noktasında birtakım sıkıntıları beraberinde getirecektir. İlk olarak, sermaye piyasası aracı henüz yatırımcının elindeyken, farazî bir fiyat belirlemesi söz konusu olacaktır ki; bu da teknik bilirkişi incelemesi ve buna rağmen kesin ve güvenilir bir değer tespitinin yapılamaması riskini beraberinde getirecektir. İkincisi, dava konusu sermaye piyasası aracının, dava süresince satılması ya da dava esnasında değerinin düşmeye devam etmesi; ya da dava süresince dengeleyici birtakım dışsal etkilerle davacının zararının ortadan kalkması söz konusu olabilir. Tüm bu hâllerin, dava süresince de değerlendirilmesi gerekir; bu bakımdan, çok yoğun ve dinamik bir yargısal faaliyet gerekecektir.

Zararın Söz Konusu Olmadığı Hâller

İzahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilendirmeye bağlı olarak yatırımcı tarafından kabul gören işlem fiyatı; hukuka aykırı bilgilendirmeden bağımsız birtakım dışsal etkiler neticesinde değişebilir veya sabit kalabilir. Hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisini dengeleyen dışsal etkilere bağlı olarak; yatırımcının, sermaye piyasası aracını, satın aldığı fiyattan veya daha yüksek bir fiyattan elden çıkarması hâlinde zarar söz konusu olmayacaktır⁷¹⁵.

Gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasına rağmen; sermaye piyasası aracının fiyatında kayda değer bir değişim olmaması da muhtemeldir. Herhangi bir dışsal etki olmaksızın gerçek ve tam bilginin ortaya çıkması fiyatları etkilemiyorsa; izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilendirmenin esaslı olmadığını kabul etmek gerekir. Hukuka aykırı bilgilendirmenin esaslı olmadığını piyasa tarafından da tasdik edildiği bu hâlde, sorumluluk vâki olmayacaktır. Bu hâlde, hukuka aykırılık unsurunun da söz konusu olmadığını ifade etmek gerekir.

⁷¹⁵ Benzer şekilde bkz. **Kara**, *Kamuyu Aydınlatma*, 150; **Manavgat**, *Halka Arz*, 256.

Fox tarafından savunulan, zararın satın alma işlemiyle beraber doğduğu görüşüne göre; yukarıdaki hâlde de bir zararın varlığı söz konusu olabilir⁷¹⁶. Gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasına rağmen fiyatların değişmediği hâlde de davacı; satın alma fiyatının şişirilmiş olduğunu ortaya koymak suretiyle davacının zararı ispatlanabilecektir. Fakat biz bu görüşe, malvarlığında herhangi bir azalma olmamasından mütevellit, pozitif hukuk ve zarar teorisi bakımından katılmıyoruz.

2.3.3.3.2. Tazminat

Türk hukukuna göre zararın, malvarlığındaki gerçek ve somut azalma olarak telakki edildiği ifade edilmişti. Bununla beraber, zarar ile tazminatın farklı kavramlar olduğunun; zarar ve tazminat miktarlarının her zaman örtüşmeyebileceğinin altını çizmek gerekir. Zarar miktarı, tazminat miktarının üst sınırını teşkil etmekle birlikte; somut olay çerçevesinde mahkeme tarafından yapılan birtakım indirimler, genellikle tazminatın, zarar miktarından daha az bir tutarda olması neticesini tevhit eder.

Genel Olarak

Türk Medeni Kanunu'nun 6'ncı ve Türk Borçlar Kanunu'nun 50'nci maddelerinde yer alan düzenlemelere göre davacı, zararı ispatlamakla mükelleftir. Bununla birlikte, TBK m. 50/2 hükmüne göre; davacının tazminat miktarını belirleme külfeti bulunmamaktadır. Zarar tutarı, hâkim tarafından belirlenecektir⁷¹⁷. Hâkim, takdir yetkisini kullanırken; olayların olağan akışını ve zarar görenin alması gereken tedbirleri de dikkate alacaktır⁷¹⁸. Bunun yanı sıra tazminat yargılaması devam ederken; zararın tespit anından hüküm tarihine kadar olan gelişmeler de hâkim tarafından dikkate alınacaktır⁷¹⁹.

Zararın hesaplanmasına dair bir diğer mühim husus da; zararın tazmininin SerPK m. 32/4'de yer alan düzenlemeye göre mi, yoksa genel hükümlere göre mi talep edildiğidir. Söz konusu düzenlemeye göre zararın hesaplanması, nispeten daha kolaydır. Şöyle ki, SerPK m. 32/4 bağlamında sermaye piyasasının alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark,

⁷¹⁶ **Fox**, *After Dura*, 852

⁷¹⁷ **Oğuzman/Öz**, *Cilt I*, N. 1295; **Turgut Önen**, *Borçlar Hukuku*, Ankara 1990, 134.

⁷¹⁸ **Oğuzman/Öz**, *Cilt II*, N. 259; **Tekinay vd.**, 781.

⁷¹⁹ **Tekinay vd.**, 813.

temel başlangıç noktasıdır. Buna mukabil genel hükümler dairesinde zararın hesaplanması gerektiğinde; bir başka ifade ile sermaye piyasası aracı henüz yatırımcının elindeyken, sermaye piyasası aracının güncel fiyatının farazî olarak belirlenmesi gerekir. Genel hükümler dairesinde gerçekleşen tazminat talepleri incelenirken; karşılaşılması muhtemel önemli meselelerden biri, farazî fiyat belirlemede dışsal etkilerin nasıl hesaba katılacağıdır. Davanın açıldığı tarihe kadar, birtakım dışsal etkiler söz konusu olabileceği gibi; gerçek ve tam bilgi bir süreç dâhilinde kısmen de ortaya çıkabilir. Şayet dışsal etkiler baskın bir rol oynuyorsa, illiyet bağının kesilmesi dahi mümkündür⁷²⁰. Bununla birlikte asıl olan, hukuka aykırı bilgilendirmenin ortadan kalkması ile dışsal etkilerin ayrıştırılabilmesi ve tazminat miktarının ona göre tespit edilmesidir⁷²¹.

Zarar gören yatırımcı, hukuka aykırı bilgilendirme nedeniyle, mahrum kaldığı kârı da talep edebilecektir⁷²². Zararın tespiti noktasında her ne kadar farazî bir zarar hesabına yer olmadığı ifade edilmişse de; mahrum kalınan kârın tespiti, farazî bir hesaplamayı gerektirir⁷²³. Bu hesap yapılırken, sermaye piyasasındaki mutad alım-satım faaliyetleri nazara alınarak bir hesaplama yapılmalıdır. Normalin üzerinde bir kâr iddiası var ise ispat yükü davacıdadır⁷²⁴.

Hâkim tarafından takdir edilen tazminat tutarının, birçok hâlde zarar miktarından daha az olabileceği bir vakıadır. Bunun sebebi, tazminatın üst sınırını teşkil eden zarar miktarında genellikle bazı indirimlerin yapılması gereğidir. Hâkim, tazminatı belirlerken; failin kusur derecesini dikkate alacaktır (TBK m. 51/1). Hafif kusur hâlinde, hakkaniyet gerektiriyorsa ve failin yoksulluğa düşme tehlikesini önlemek için tazminattan bir miktar indirim yapılabilmesi de mümkündür (TBK m. 52/2). Bununla birlikte, muhtemel sorumluların tacir sıfatını haiz olması ya da uzmanlık gerektiren vazifelerinin icrası şumulünde zarara sebebiyet vermeleri, bu indirim imkânını ortadan kaldıracaktır.

Hâkim tarafından takdir edilen tazminat tutarının, birçok hâlde zarar miktarından daha az olabileceği bir vakıadır. Bunun sebebi, tazminatın üst sınırını teşkil eden zarar

⁷²⁰ **Manavgat**, *Halka Arz*, 256.

⁷²¹ **Fox**, *After Dura*, 847.

⁷²² **Kara**, *Kamuyu Aydınlatma*, 150.

⁷²³ **Oğuzman/Öz**, *Cilt I*, N. 1296; **Önen**, 132; **Nomer**, N. 128.

⁷²⁴ **Oğuzman/Öz**, *Cilt I*, N. 1297.

miktarında genellikle bazı indirimlerin yapılması gereğidir. Hâkim, tazminatı belirlerken; failin kusur derecesini dikkate alacaktır (TBK m. 51/1). Hafif kusur hâlinde, hakkaniyet gerektiriyorsa ve failin yoksulluğa düşme tehlikesini önlemek için tazminattan bir miktar indirim yapılabilmesi de mümkündür (TBK m. 52/2). Bununla birlikte, muhtemel sorumluların tacir sıfatını haiz olması ya da uzmanlık gerektiren vazifelerinin icrası şümulünde zarara sebebiyet vermeleri, bu indirim imkânını ortadan kaldıracaktır.

Zarardan indirim yapılmak suretiyle tazminatın tespit edileceği hâllerden biri, dışsal etkilerin zarar nedenselliğine ortak olması ve fiyat değişimine katkı sağlamasıdır. Bu noktada önemli olan; hukuka aykırı bilgilendirmeyi içeren izahname ile teşekkül etmiş işlem fiyatının; piyasa şartlarındaki olağan fiyatına doğru değişmesinin, ne kadarının hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisinin ortadan kalkması ile alâkalı olduğudur. Muhakeme esnasında buna tafsilatlı ve gerçeğe uygun bir cevap verilmesi şarttır. Özellikle sermaye piyasası aracı henüz yatırımcının elindeyken dava açılması hâlinde; zarar ve tazminatın tespit edilmesi bu hususun sağlıklı bir şekilde değerlendirilmesine bağlıdır. Hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisinin ortadan kalkmasının fiyatlara olan etkisi ile dışsal etkilerin ayrıştırılabilmesi ve buna bağlı olarak; tazminatın belirlenmesinde zarar miktarından indirime gidilmesi gerekir.

Tazminatta indirime gidilmesi gereken bir diğer hâl de; davacı yatırımcının *müterafik* kusurunun varlığıdır. Kusur, aşağıda izah edildiği gibi⁷²⁵; sorumluluğun sübjektif mahiyeti olan bir unsurdur. Bir kimsenin, kendisine karşı bir haksız fiil işlemesi yahut kendisine karşı bir tazmin borcu altına girmesi mümkün değildir. Buna mukabil, zarar gören kimsenin bu zarara uğramasında iştiraki söz konusu ise; müterafik kusurdan bahsedilir. Bu da, tazminatta bir miktar tenzilat gerektirir⁷²⁶.

Bununla birlikte müterafik kusur meselesini, sermaye piyasasının özelliklerini dikkate alarak değerlendirmek gerekir. Yatırımcının, zararı azaltma yükümlülüğünden bahsetmek bir bakıma mümkün olsa da; bu yükümlülük, sermaye piyasasını etkin bir şekilde gözlemlene ve edinilen sermaye piyasası aracını derhal satma yükümlülüğü olarak

⁷²⁵ Bkz. İkinci Kısım 1.3.3.3.2.1 ve 1.3.4.1 numaralı başlık.

⁷²⁶ **Esat Arsebük**, Borçlar Hukuku Birinci Cilt, İkinci Basım, İstanbul 1943, 144-145. Alman hukuku bakımından da, yatırımcının zarara uğramasında kendi kusuru var ise; BGB 254 uyarınca tazminatta indirime gidilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Bkz. **Assman/Schütze**, § 5 N. 186.

yorumlanamaz⁷²⁷. Benzer şekilde yatırımcının, hukuka aykırı bilgilendirmeyi kısmen ve nispeten de olsa bildiği ya da fark ettiği ve fakat yine de izahnamenin doğruluğuna inandığı hâllerde bir indirimden bahsetmek mümkün müdür? Bu noktada meseleye yatırımcının korunması nazarıyla bakmak gerekir; kanaatimiz odur ki, izahnamenin tam ve gerçek bilgiler içermesi kuraldır ve yatırımcı daha ayrıntılı bir inceleme ve araştırma yükümlülüğüne tâbi tutulamaz⁷²⁸.

Müterafik kusur incelemesi, somut olay dairesinde çeşitli şekillerde söz konusu olabilir. Mesela, yatırımcının elinde bulunan sermaye piyasası aracıyla alâkalı hukuka aykırı bilgilendirmenin mahiyeti netleşmemişken; ihraççı ve sermaye piyasası aracının akıbeti aleyhine kuvvetli bir menfi algı yürüten ve yürüttüğü bu algı operasyonu başarıya ulaşan davacı için müterafik kusurdan bahsedilmesi ihtimal dâhilindedir. Hatta şunu ifade etmek mümkündür ki; hukuka aykırı bilgilendirmenin ehemmiyetine bağlı olarak pek az etkili olduğu hâllerde, davacının müterafik kusuru, tazminat talebinin reddine dahi neden olabilir⁷²⁹.

Farklılaştırılmış Teselsül

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'nci fıkrasındaki düzenlemede; ikinci dereceden sorumluların müteselsil sorumlu olup olmadıkları hususunda herhangi bir açıklık yoktur. Bununla birlikte SerPK m. 10/1, hem kaleme alınış tarzı ile TTK m. 557/1 ile paralellik arz eder; hem de madde gerekçesinde ifade edildiği üzere, 6102 sayılı TTK'daki sorumluluk rejimine uyum sağlandığı ifade edilir⁷³⁰. Bunun yanı sıra SerPK m. 10'da, ikinci dereceden sorumlular için kusurlarının yanı sıra; durumun gerekleri bakımından da bir değerlendirme yapılması gerektiği ifade edilmektedir. Bu izahata bağlı olarak, ihraççı dışındakilerin izahnameden doğan sorumluluğunun, farklılaştırılmış teselsül olarak da ifade edilen kusurları nispetinde bir sorumluluk olduğu kanaatindeyiz⁷³¹. Farklılaştırılmış teselsül, aynı zarardan sorumlu olan kimselerin, dış ilişkide kusurları nispetinde sorumlu olması ve bireysel indirim sebepleri ileri sürebilmeleri imkânını sağlar.

⁷²⁷ Assman/Schütze, § 5 N. 186.

⁷²⁸ Benzer şekilde Rosa, 89.

⁷²⁹ Benzer şekilde bkz. Tekinay vd., 805.

⁷³⁰ Aynı yönde bkz. Manavgat, *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, 235; Kara, *Kamuyu Aydınlatma*, 158.

⁷³¹ Aynı yönde bkz. Memiş/Turan, 77; Çatakoğlu, *Borçlanma Araçları*, 128.

Farklılaştırılmış teselsül; sorumlulara, illiyet bağı yahut kusur gibi şahsî ve tazminatın daha düşük miktarda takdir edilmesini gerektiren sebepleri, davacı veya alacaklıya karşı bir savunma imkânı olarak ileri sürme hakkı bahşeden ve bunun yanı sıra, hâkimin dış ilişki bakımından da sorumluluğun kapsamını bu sebepleri dikkate alarak belirlemesini sağlayan bir müessesedir⁷³².

Farklılaştırılmış teselsülde, sorumluluk yine müteselsildir ve müteselsil sorumluluğa dair esaslar uygulanacaktır; bununla birlikte, müteselsil borçlular arasında sorumluluk miktarı bakımından farklılaştırılmaya gidilmesi mümkündür⁷³³. Bu bakımdan müessese, esasında dış ilişkiyi düzenler; borçlular arasındaki iç ilişki ve rücu meselesi ile alâkalı değildir⁷³⁴.

İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden dolayı ikinci dereceden sorumlu olanlar bakımından, farklılaştırılmış teselsül ilkesinin kabul edilmesinin bir diğer mühim neticesi; sorumluluk izafe edilecek kimsenin, hâsıl olan zararlardan tek başına sorumlu olmuş olsaydı, sorumluluğun kapsamının ne olacağını araştırılmasıdır⁷³⁵. Bu hâlde, her bir muhtemel sorumlunun kusurları karşılaştırılmak suretiyle tazminatın belirlenmesi söz konusu değildir⁷³⁶.

2.3.4. Kusur

Kusur, hukuka aykırı neticeye yönelmiş; hukuk düzeni ve ahlâk kaideleri tarafından reddedilen veya zemmedilen bir irade veya irade eksikliğidir⁷³⁷. Failin iradesinden neşet eden kusur, bir içsel vaziyet ve ruh hâlinin tezahürü olarak, sübjektif mahiyetlidir⁷³⁸. Bu bağlamda kusur; hem sözleşme, hem de haksız fiil sorumluluğunun kurucu unsurlarından biridir. Kural olarak sorumluluğun söz konusu olabilmesi, borçlu yahut failin kusurlu

⁷³² **Kürşat Göktürk/Mehmet Çelebi Can**, “Farklılaştırılmış Teselsülün-Özellikle-Dış İlişki Bakımından Anlamı ve Bankacılık Kanununun Şahsi İflas Sorumluluğu ile Karşılaştırılması”, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2 (2), (2011), 249; **Emin Çamurcu**, Anonim Ortaklıklarda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi Uyarınca Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluklarının Belirlenmesi, İstanbul 2015, 105; **Mehmet Helvacı**, “Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül”, Galatasaray Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu (26 Ekim 2013), 84.

⁷³³ **Göktürk/ Can**, 254.

⁷³⁴ Bkz. TTK m. 557 Gereğesi.

⁷³⁵ **Helvacı**, *Farklılaştırılmış Teselsül*, 85; **Çamurcu**, 114-115.

⁷³⁶ **Göktürk/Can**, 268.

⁷³⁷ **Tekinay vd.**, 663; **Önen**, 134.

⁷³⁸ **Schwarz**, 106; **Saymen/Elbir**, 392; **Oğuzman/Öz**, *Cilt II*, N. 45; **Tekinay vd.**, 663.

olmasına bağlıdır. Kusursuz sorumluluk için, muhakkak surette kanunî bir düzenleme yahut sözleşmenin varlığı gerekir.

2.3.4.1. İhraççının Sorumluluğunda Kusur

İzahnameden doğan sorumluluğun düzenlendiği SerPK m. 10'da; ihraççının kusurlu veya kusursuz sorumlu olduğuna dair sarih bir ifade bulunmamaktadır. Düzenlemenin lafzı, özellikle ihraççının sorumluluğu ile alâkalı farklı görüşlerin ileri sürülmesine yola açmıştır. *Manavgat*, ihraççının kusurunun veya kusursuzluğunun, sorumluluğunun tayininde esas alınmamasının haklı bir gerekçesi olmadığını savunmaktadır. Müellif, SerPK m. 10/1'de, ihraççının kusuruna dair herhangi bir ifade olmadığından bahisle; SerPK m. 32/3'de yer alan kurtuluş imkânının, ihraççı için de cârî olacağı kanaatindedir⁷³⁹. Keza *Kara* da, bağımsız denetim raporu ve finansal tablolardaki bilgilerin bir uzman tarafından hazırlandığı; bunlarda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden dolayı SerPK m. 32/3'deki düzenlemeye göre kusursuzluğunu ispat eden ihraççının sorumluluktan kurtulabileceğini ifade eder⁷⁴⁰. Kısacası, ihraççının hafif kusurlarından dolayı sorumlu olmayacakları ifade edilmiştir.

İhraççının sorumluluğunun bir tür kusursuz sorumluluk olarak kabul edilemeyeceği ve ihraççının SerPK m. 32/3'de yer alan düzenlemeye göre hafif kusurlarından dolayı sorumlu olmayacağı görüşü karşısında; bizim de katıldığımız kusursuz sorumluluk görüşü, öğretide ağırlık kazanmıştır⁷⁴¹. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasındaki düzenlemeye göre; zararın ihraççıdan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde, halka arz eden, lider aracı kurum, varsa garantör veya ihraççının yönetim kurulu üyeleri, kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olacaklardır. Kanun'da, ihraççı dışındaki muhtemel sorumlular için, hem bir kusur sorumluluğu, hem de ikinci dereceden sorumluluk düzenlenmiştir. Bu noktada, ihraççının izahnameden doğan sorumluluğunun

⁷³⁹ *Manavgat*, *Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, 234. Aynı yönde bkz. *Horwich*, 42.

⁷⁴⁰ Bununla birlikte müellifin bu izahatı, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun düzenlendiği SerPK m. 32 bağlamındadır. Bkz. *Kara*, *Kamuyu Aydınlatma*, 152.

⁷⁴¹ *Memiş/Turan*, 77; *Çatakoğlu*, *Borçlanma Araçları*, 123; *Kara*, *Kamuyu Aydınlatma*, 158; *Ayoğlu*, *Sorumluluk*, 642. Amerika Birleşik Devletleri hukukunda ihraççının kusursuz sorumluluğu için bkz. İkinci Kısım 1.1.1 numaralı başlık.

bir kusur sorumluluğu olduğu kabul edilecek olursa; SerPK m. 10/1’de düzenlenen dereceli sorumluluk sisteminin işlevini izah etmek mümkün olmayacaktır.

İhraççının kusursuz sorumluluğunu, ihraççı ile yatırımcı arasındaki ilişkinin hukukî niteliği bakımından da değerlendirmek gerekir. İhraççı ile yatırımcı arasındaki ilişkinin nazarî temeli, ekseriyetle sermaye piyasası araçlarının satış sözleşmesine istinat eder⁷⁴². İhraççı ile yatırımcı arasındaki satış sözleşmesinden mütevellit; ihraççının sorumluluğunun, sözleşme veya culpa in contrahendo sorumluluğu olarak kabulü gerekir⁷⁴³. Bu bakımdan ihraççı, akitten doğan vecibelerine muhalefeti nedeniyle sorumlu olacaktır. Türk Borçlar Kanunu’nun 112’nci maddesinde yer alan düzenlemeye göre; borcunu gereği gibi ifa etmeyen borçlu, kendisine hiçbir kusurun yüklenemeyeceğini ispat etmediği sürece alacaklının zararını tazmin etmekle yükümlü olacaktır. Kısacası, satıcı konumundaki ihraççının izahnameden doğan sorumluluğu, yatırımcı ile arasındaki hukukî ilişkinin niteliğine bağlı olarak; TBK m. 112’de geçen *borcun gereği gibi ifa edilmemiş olması* ifadesinin nazarî arka-planına müstenittir.

Kural, borçlunun kusursuzluğunu ispat etmekle sorumluluktan kurtulabileceği olsa da; sosyal ve iktisadî hayatın icapları gereği⁷⁴⁴, bu kurala birtakım kanunî yahut akdî istisnaların getirilmesi mümkündür⁷⁴⁵. Bilhassa iktisadî bakımdan güçlü konumda bulunan taraf, kusuru olmasa dahi; iktisadî bakımdan zayıf konumda bulunan tarafa karşı bir tazmin yükümlülüğüne tâbi tutulabilir. İzahnameden doğan sorumluluk müessesesi bağlamında ihraççı, yatırımcının korunması anlayışından sâdır olan bir yaklaşımla, kusursuz sorumlu olarak düzenlenmiştir.

İhraççının izahnameden doğan sorumluluğunun söz konusu olması için; izahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirme ile zarar arasındaki illiyet bağının ispat edilmiş

⁷⁴² Bununla birlikte, ihraççının satıcı konumunda olmadığı; mesela, sadece halka arz edenin satıcı olabilmesi de mümkündür.

⁷⁴³ Türk hukukunda, culpa in contrahendo sorumluluğunda sözleşmeye aykırılık hükümlerinin uygulama alanı bulacağı kabul edilmektedir. Bkz. **Necip Kocayusufpaşaoğlu**, Borçlar Hukuku Genel Bölüm, Birinci Cilt, 5. Basıdan Tıpkı 6. Bası, İstanbul 2014, 9-10.

⁷⁴⁴ Benzer şekilde bkz. **Saymen/Elbir**, 415; **Schwarz**, 104; **Eren**, *Borçlar Genel*, 493; **Önen**, 123. Hakkaniyet sorumluluğu, her ne kadar TBK m. 65 bağlamında, temyiz kudreti bulunmayan kimselere özgü olarak düzenlenmişse de; düşünsel temelleri bakımından, ihraççı sorumluluğunun da aynı denkleştirici anlayıştan neşet ettiği ifade edilebilir. Hakkaniyet sorumluluğu için bkz. **Tekinay ve diğerleri**, 673 vd.

⁷⁴⁵ **Oğuzman/Öz**, *Cilt I*, N. 1360. Her ne kadar kusursuz sorumluluk, haksız fiil teorisine özgü bir kavram olarak telakki edilebilirse de; kanun koyucunun sözleşmeye aykırılık bakımından da taraflardan birinin kusursuz sorumlu olacağını vazetmesine bir engel yoktur.

olması yeterlidir. Bu noktada, ister SerPK m. 32/4'deki illiyet bağı karinesine, isterse zarar teorisine dair genel hükümlere göre olsun; illiyet bağı, ispat edildiği vakit ihraççının kusurunu tartışmaya gerek yoktur. Bununla birlikte ihraççının kusursuz sorumluluğu; sadece kusur ile alâkalı bir hukukî savunma getiremeyeceği anlamına gelir⁷⁴⁶; yoksa ihraççıyı oluşturan her türlü zarardan sorumlu tutmak mümkün değildir. İhraççı, kusursuz olduğundan bahisle sorumluluktan kurtulmasa da; kusur ile alâkalı olmayan birtakım objektif vakıaları ispat etmek suretiyle sorumluluktan kurtulabilecektir⁷⁴⁷. Yatırımcının müterafik kusuru ise, ihraççının sorumluluktan kurtulmasını sağlamaz; ancak ağır müterafik kusur, tazminatta tenzilatı gerektirebilir⁷⁴⁸. Bununla birlikte müterafik kusur, illiyet bağını kesecek kadar ağır ise; ihraççının sorumluluğunun söz konusu olmaması da ihtimal dâhilindedir.

2.3.4.2. İkinci Dereceden Sorumlular Bakımından Kusur

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasındaki düzenlemeye göre, zararın ihraççıdan 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 olacaklardır.

2.3.4.2.1. Genel Olarak

Sermaye piyasası araçlarının satıcısı konumunda bulunan ihraççı ve halka arz edenler dışındaki muhtemel sorumluların, sorumluluklarının nazarî temelinin haksız fiil sorumluluğu olduğu ifade edilebilir. Sözleşmeye aykırılık iddialarında davalılar, kural olarak kusurlarının bulunmadığını ispatlamak suretiyle sorumluluktan kurtulabilirler. Haksız fiil iddialarında ise; davacı, davalıların kusurlu olduğunu ispat etmek zorundadır⁷⁴⁹. Sermaye piyasası araçlarının satıcısı konumunda bulunan ihraççı ve halka arz eden ile yatırımcı arasında bir sözleşme ilişkisinin bulunduğu ifade edilebilirse de; aracı kuruluş ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri ile yatırımcılar arasında bir sözleşme ilişkisi

⁷⁴⁶ Section 11 bağlamında bkz. **Carbonare vd.**, 126.

⁷⁴⁷ **Saymen/Elbir**, 416.

⁷⁴⁸ Benzer şekilde bkz. **Tekinay vd.**, 805 ve dn. 11d-11e.

⁷⁴⁹ **Tekinay vd.**, 777

bulunmadığından, ikinci dereceden sorumluların kusurunu ispat yükünün, en azından aracı kuruluşlar ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri için yatırımcıda olduğu ileri sürülebilir.

Haksız fiil teorisinde kusurun subjektif mahiyeti ve sermaye piyasasının nev'i şahsına münhasır yapısı; ekseriyetle, tam ve kesin bir ispata imkân vermez. Nitekim SerPK m. 32/3'de bir tür kusur karinesine yer verilerek; yatırımcının ispat yükü hafifletilmiştir. Düzenlemeye göre; kamuyu aydınlatma belgelerinde (izahnamede) yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgi eksikliğinin kast veya ağır ihmallerinden kaynaklanmadığını ispatlayan kişiler sorumlu olmayacaktır (SerPK m. 32/3). Buna göre izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler; kural olarak, ikinci dereceden sorumluların kusuruna bağlı olarak gerçekleşmiştir ve bunlar, söz konusu zararlardan sorumludurlar. Lakin bu karinenin aksini ispat etmek mümkündür⁷⁵⁰. İspat yükü davalıların üzerindedir; kendisine sorumluluk izafe edilen davalı, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilendirme hakkındaki bilgisizliğinin kast veya ağır ihmalden sâdır olmadığını ispat edebildiği takdirde, sorumluluktan kurtulabilecektir. Bir başka ifade ile hafif kusurun varlığı hâlinde, sorumluluk söz konusu olmayacaktır.

2.3.4.2.2. İkinci Dereceden Sorumluların Özen Yükümlülüğüne Uygun Davrandıklarına Dair Savunmaları (*Due Dilligence Defence*)

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda, kendilerine sorumluluk izafe edilen kimseler; lâzım olan özeni gösterdiklerini ileri sürerek sorumluluktan kurtulabilirler (*Due dilligence defence*). Bu savunma imkânı, mâkûl bir soruşturma (*reasonable investigation*) veya haklı bir güven standardına (*reliance defence*) bağlıdır⁷⁵¹. Türk hukuku bakımından da, ikinci dereceden sorumluların özen yükümlülüğü, bu nazarî ve tatbikî esaslardan faydalanmak suretiyle incelenebilecektir.

İkinci dereceden sorumlu olan halka arz eden, lider aracı kurum, garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarının mahiyeti değerlendirilirken; bu kimselerin kendi mallarını idare ederken gösterecekleri ihtiyat ve özen kıstas

⁷⁵⁰ Turan, 217.

⁷⁵¹ William K. Sjostrom, "The Due Diligence Defence Under Section 11 of the Securities Act of 1933", Brandeis Law Journal, Vol. 44 (2006), 565.

alınmalıdır⁷⁵². Mesela, icra vazifesini haiz bir yönetim kurulu üyesinin, icracı olmayan diğer bir yönetim kurulu üyesine nazaran daha yoğun bir araştırma ve özen yükümlülüğüne tâbi olduğunu ifade etmek gerekir⁷⁵³. Keza, gerçek kişi halka arz edenle, faaliyetleri ruhsat ve izne tâbi olan aracı kuruluşların özen yükümlülüğünün derecesi farklı olacaktır. Kısaca bu noktada, davalının tecrübe, bilgi ve uzmanlık düzeyi, ihraççı, iştirakleri ve aracı kuruluştaki pozisyonu ve görevi ile izahnamenin hazırlanması sürecine olan katkısı da dikkate alınacaktır⁷⁵⁴.

İzahnamenin İhtisasî ve İhtisasî Olmayan Kısımları

Özen yükümlülüklerine dair savunmalar (*Due dilligence defence*) bakımından, izahnamenin uzmanlar tarafından hazırlanan veya tasdik edilen kısımları (*ihtisasî kısımlar*) ile diğer kısımları arasında, muhtemel sorumluların özen yükümlülüklerinin kapsamını ayrı ayrı değerlendirmek gerekir.

İhtisasî kısım kavramı, ABD mevzuatında tanımlanmıştır [Sec. 11 (a) 4]. Buna göre; muhasebeci, mühendis, değerlendirme uzmanı ya da kamu otoritesince kendisine yetki verilmiş herhangi bir kimse tarafından hazırlanmış ya da tasdik edilmiş ve rızası alınarak izahnameye derç edilmiş kısımları, ihtisasî kısımlar olarak kabul etmek gerekir⁷⁵⁵. Bununla birlikte, uzman kavramını gereğinden fazla genişleterek sorumluluğu daraltmak yerinde değildir. Kanaatimiz odur ki, uzman kavramında belirleyici olan hususlardan biri; belirli kısımların hazırlanması ya da tasdikinin mevzuata göre kendisine bırakılmış olmasıdır. Mesela, bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloların, ihtisasî kısımlardan olduğu açıktır⁷⁵⁶. Fakat bir hukukçunun inceleme ve denetiminden geçtiğinden ya da danışmanlığında hazırlandığından bahisle; izahnamenin tamamının bir uzman tarafından

⁷⁵² **D. Anthony Rodriguez**, “Building the Section 11 “Due Diligence” Defense for Outside Directors”, Business Law Today, (July 2012), 1; **Hazen**, 65; **Tony Rodriguez/Karen Petroski**, “The Section 11 Due Diligence Defense for Director Defendants”, Securities Litigation Journal, Summer 2007, 13; **Skripova**, 171; **Carbonare vd.**, 125.

⁷⁵³ **Rodriguez/Petroski**, 13.

⁷⁵⁴ **Hazen**, 65.

⁷⁵⁵ Bkz. **Marco G. Carbonare/Herbert Harrer/Till Spillmann/Florian Wirth**, “Liability and Due Diligence in connection with Equity Securities Offerings”, Einzelheft «Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen» Zürich/St. Gallen (2008), 124.

⁷⁵⁶ **Tony Rodriguez/Karen Petroski**, “The Section 11 Due Diligence Defense for Director Defendants”, Securities Litigation Journal, (Summer 2007), 15; **Carbonare vd.**, 124; **Sjostrom**, 566. Bununla birlikte *Worldcom* kararı olarak bilinen kararda mahkeme, denetlenmemiş finansal bilgilerin uzman görüşü olarak kabul edilemeyeceğini ve aracı kuruluşun güven (reliance) savunmasının temeli olamayacağını ifade etmiştir. Bkz. **Carbonare vd.**, 125; **Sjostrom**, 566.

hazırladığını ve ihtisas kısmı olduğunu ileri sürmek, yatırımcıyı koruyan düzenlemelerinin etkisini asgariye indireceğinden kabulü mümkün değildir⁷⁵⁷. Bu noktada, izahnamenin tamamını ihtisasî kısım olarak kabul etmenin hiçbir surette mümkün olamayacağına dair bir genel kaideyi savunmaktayız.

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda 1933 tarihli Kanun'un 11 (b)(3)(C) maddesinde yer alan düzenlemeye göre; izahnamedeki ihtisasî kısımlarda sunulan bilgilerin yanlış veya yanıltıcı olduğunu kabul etmek için mâkûl bir sebebin olmadığı ispat edildiği takdirde, sorumluluktan kurtulmak mümkün olabilecektir. Benzer şekilde Alman hukukunda da, izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilerden sorumlu olacak kimselerin, şirket hesaplarını denetlemek ya da yıllık hesapları kontrol etmek gibi genel bir yükümlülüğe tâbi olmadıkları ifade edilmektedir⁷⁵⁸.

İzahnamenin ihtisasî olmayan diğer kısımları için ise; arz edilen bilgiler ile alâkalı mâkûl bir inceleme yapıldığı, bu bilgilerin doğru ve gerçek olduğuna inanmak için mâkûl ve anlaşılabilir sebeplerin bulunduğu ispat edilebildiği takdirde, sorumluluğu bertaraf edebilmek mümkün olacaktır [Bkz. Sec. 11(b)(3)(A)]. Bir başka ifade ile ihtisasî olmayan kısımlar için muhtemel sorumlular, hem bir araştırma yaptıklarını; hem de arz edilen bilgilerin doğru ve gerçek olduğunu kabul etmek için mâkûl ve anlaşılabilir sebeplerinin bulunduğunu ortaya koyabilmelidir.

İzahnamedeki ihtisasî kısımlar ile diğer kısımlar arasındaki özen yükümlülüğüne dair bu ikili ayrımın; Türk hukuku bakımından da hakkaniyete uygun bir neticeye varmak için cârî olabileceği kanaatindeyiz.

İzahnamenin ihtisasî ve ihtisasî olmayan kısımları arasındaki bu ayrımın tabii neticesi; bir uzmanın yetki sahasına giren hususlarda, diğer muhtemel sorumluların araştırma ve özen yükümlülüklerinin nispeten hafifletilmiş olmasıdır⁷⁵⁹. Bununla birlikte, uzmanlarca hazırlanmış ya da tasdik edilmiş ihtisasî kısımlar ile alâkalı diğer muhtemel sorumluların, sorumluluktan tamamen ârî olduklarını ifade etmek de mümkün değildir⁷⁶⁰.

⁷⁵⁷ **Rodriguez/Petroski**, 15; **Sjostrom**, 567.

⁷⁵⁸ **Assman/Schütze**, § 5 N. 183.

⁷⁵⁹ Aynı yönde **Allison**, 112; **Carbonare vd.**, 124; **Sjostrom**, 565.

⁷⁶⁰ **Carbonare vd.**, 125.

Amerika Birleşik Devletleri Yüksek Mahkemesinin bir kararına göre⁷⁶¹, denetçilerin görüş ve raporlarına dair bir «red flag» (*ikaz işareti/kırmızı bayrak*) olarak adlandırılan belirgin bir hukuka aykırılık ya da tehdidin varlığında; aracı kuruluşların uzman görüşüne güvenmiş olmalarının kendilerini sorumluluktan kurtarmaya yetmeyeceği ifade edilmiştir. Mezkûr kararda; şirketin, rekabetçi bir pazardaki iki büyük rakibine nazaran, önemli ölçüde daha düşük bir gelir ya da varlık değerlerinin söz konusu olması, bir *ikaz işareti* olarak kabul edilmiştir⁷⁶².

Araştırma ve özen yükümlülüğüne dair ihtisasî ve ihtisasî olmayan kısımlar ayrımının, bilginin üretim ve hazırlanma safhalarıyla alâkalı olmadığına dikkat çekmek gerekir. Mesela izahnamedeki hukuka aykırı bilgilerin üretilmesinde, işlenmesinde ve hazırlanmasında görev alan ve yetki sahibi olan ihraççının yönetim kurulu üyelerinin; bu ayırmadan yaralanarak özen yükümlülüklerinin hafifletilmesi mümkün değildir. Finansal tabloların hazırlanmasında kullanılan borç kayıtlarını, hatalı bir şekilde, bizzat tertip eden ve denetçilere teslim eden yönetim kurulu üyesi; şüphesiz ki teslim ettiği bu kayıtların dâhil olduğu finansal tabloların uzmanlarca hazırlandığından bahisle sorumluluktan kurtulamayacaktır. Bilgi sahibi olmamak dışındaki, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerin üretilmesi ve izahnameye derç edilmesi noktasındaki her türlü kusur ise sorumluluğa yol açabilecektir.

İzahnamenin teknik yönü ağır basan, farklı kimselerin ve birimlerin katılımı olan, çeşitli disiplinlerin ortak ürünü olan bir belge olduğu düşünüldüğünde; bu tür bir kurtuluş kanıtı getirilebilme imkânı yerinde olmuştur⁷⁶³. İkinci dereceden sorumluların, izahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirmeden haberdar olmama noktasındaki hafif kusurlarından sorumlu olmamaları, hakkaniyete uygun düşmektedir. Kanaatimizce, muhtemel sorumluların hukuka aykırı bilgilendirmeyi bilip bilmemeleri ve bilmelerinin gerekip gerekmediği, sübjektif olarak değerlendirilmeli; bu noktada gösterdikleri çaba ve imkânları ayrı ayrı ele alınmalıdır⁷⁶⁴. Bununla birlikte, her bir muhtemel sorumlu için ise;

⁷⁶¹ In re Worldcom, Inc. Sec. Litig., 346 F. Supp. 2d 628, 673 (S.D.N.Y. 2004). Bkz. **Rodriguez/Petroski**, 15.

⁷⁶² **Carbonare vd.**, 125.

⁷⁶³ Aynı yönde bkz. **Kara**, *Kamuyu Aydınlatma*, 151

⁷⁶⁴ Bkz. Escott v. BarChris.

kendi hâline münasip mâkûl ve objektif bir standart belirlenmesi de gerekir⁷⁶⁵. Örneğin, aracı kuruluşlar ile pay sahibi yönetim kurulu üyeleri, bağımsız yönetim kurulu üyelerine nazaran daha yüksek bir araştırma yükümlülüğü standardına tâbidir⁷⁶⁶.

Halka Arz Edenleri Özen Yükümlülüğüne Dair Savunmaları

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasındaki düzenlemeye göre; sermaye piyasası araçlarını halka arz edenler, kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludurlar. Halka arz eden, sermaye piyasası aracının satıcısı konumunda olup; yatırımcı ile arasında bir sözleşme ilişkisi mevcuttur. Bu bakımdan halka arz edenin sorumluluğunun nazarî temeli, sözleşme ilişkisine dayanmaktadır. Esasında halka arz eden ile satıcı konumundaki ihraççının sorumlulukları aynı temele istinat eder; buna mukabil ihraççıdan farklı olarak halka arz eden, ağır bir kusuru bulunmadığı ve gerekli bütün özeni gösterdiğinden bahisle sorumluluktan kurtulabilir⁷⁶⁷.

Aracı Kuruluşların Özen Yükümlülüğüne Dair Savunmaları

Lider aracı kuruluşun sorumluluğu da, halka arz edenin sorumluluğu ile beraber aynı bapta ve esaslar dairesinde, bir kusur sorumluluğu olarak düzenlenmiştir (SerPK m. 10/1). Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasındaki düzenlemede; halka arza aracılık eden tüm aracı kuruluşlar değil, sadece lider aracı kuruluş sorumlu tutulmuştur. Lider aracı kuruluşun bu sorumluluğunun temeli, araştırma ve özen yükümlülüğüne aykırılık olarak ifade edilebilir⁷⁶⁸. Aracı kuruluşlar, nihayetinde tacir sıfatını haiz olduklarından; TTK m. 18/2 dairesinde basiretli bir işadamı gibi davranmakla yükümlüdürler. Bundan mütevellit, aracı kuruluşların özen yükümlülüklerinin kapsamı

⁷⁶⁵ Bkz. bu yönde bir karar için *In re Countrywide Fin. Corp. Sec. Litig.*, 588 F. Supp. 2d 1132, 1174 (C.D. Cal. 2008).

⁷⁶⁶ **Rodriguez**, 1.

⁷⁶⁷ **Oğuzman/Öz**, *Cilt I*, N. 1346.

⁷⁶⁸ **İnceoğlu**, 131. Avustralya'da, aracı kuruluşların kusursuz sorumluluğu söz konusu olmakla birlikte bu husus ciddi bir eleştiri konusudur. Bkz. Bkz. **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 137 dn. 435.

objektif olarak belirlenmeli; tedbirli bir aracı kuruluşun göstereceği ihtimam esas alınmalıdır⁷⁶⁹.

Lider aracı kuruluş, araştırma ve özen yükümlülüğü kapsamında; izahnamede yer alan bilgilerin kaynağı mahiyetindeki ticarî defter ve kayıtları bizzat incelemelidir. Bu bakımdan, ihraççıdan temin ettiği bilgi ve belgeleri yeterli görmek suretiyle bu yükümlülüğünü yerine getirmiş sayılamaz⁷⁷⁰. Bununla birlikte lider aracı kuruluş, ticarî defter ve kayıtları incelemesinin kendisinden beklenemeyeceği bir hâlin varlığını ispat ederek sorumluluktan kurtulabilecektir. Mesela, tedbirli bir aracı kuruluş, yapması lâzım gelen tüm araştırma ve incelemeleri yapmış olmasına rağmen; kendisinden saklanan bazı belgelerin zarara sebebiyet verdiğiinden bahisle sorumluluktan kurtulabilir⁷⁷¹. Ancak incelemesi ve değerlendirmesi mutad olarak beklenen birtakım belgelerin kendisine sunulmaması karşısında; lider aracı kuruluş, gerekirse halka arza aracılık sözleşmesini feshetmelidir.

Aracı kuruluşların sorumluluğuna dair önemli bir yargı kararı olan *Escott v. BarChris*, aracı kuruluşların ihraççı tarafından sunulan bilgilerle yetinmemesi gerektiği ve bu bilgilerin doğrulanması için daha fazla çaba göstermesi gerektiği noktasındadır⁷⁷². Aracı kuruluş, her ne kadar izahnamenin hazırlanması sürecinde ihraççı ile bir araya gelmiş, görüşmeler yapmış ve yapılan görüşmelerde kendisine verilen bilgi ve belgelerdeki muhtemel hata ve yanlışlıklar üzerinde durmuşsa da; bu bilgileri ayrıntılı bir şekilde araştırmamış ve nihaî olarak ihraççının beyanlarını esas almakla yetinmiştir⁷⁷³. Bu noktada aracı kuruluşun, mâkûl bir araştırma yapmadığı; bir başka ifade ile kendi mallarının idaresini yürüten ihtiyatlı bir kimse gibi davranmadığı tespit edilmiştir.

BarChris kararında haklı olarak; mahkeme, kesin bir kıstas koymaktan imtina etmiş, meselenin her zaman somut olay dairesinde çözülebileceğinin altını çizmiştir. Aracı kuruluş; yönetim kurulu toplantı tutanakları, ihraççının finansörleriyle yaptığı sözleşmeler, müşteriler ile yapılan sözleşmeler gibi kayıtları bizzat incelemelidir. Bu ve benzeri

⁷⁶⁹ Ünal, *Aracı Kurumlar*, 275; İnceoğlu, 131.

⁷⁷⁰ *The Expanding Liabilities of Securities Underwriters*, 1191.

⁷⁷¹ İnceoğlu, 132.

⁷⁷² *Carbonare vd.*, 126; Notes, *The Underwriter's Duty*, 395. (Karar için bkz. *Escott v. BarChris Constr. Corp.*, 283 F. Supp. 643, 652 (S.D.N.Y. 1968).

⁷⁷³ *The Expanding Liabilities of Securities Underwriters*, 1198.

mahiyetteki kayıtlar eksik ise, bu hususlar ile alâkalı bilgilerin kendisine verilmesi için ısrarcı olmalıdır⁷⁷⁴. Benzer bir diğer kararda ise, ihraççıların kendi durumlarıyla ilgili menfi bilgileri vermektan imtina edebilecekleri; aracı kuruluşların sunulan pembe tablolar karşısında tabiri caizse uyanık olmaları gerektiği ifade edilmiştir⁷⁷⁵.

BarChris ve *Leasco* kararlarında, aracı kuruluşların araştırma ve özen yükümlülükleri bir ölçüde ağırlaştırılmış ise de; bunların, ihraççının pay sahibi yönetim kurulu üyeleri ya da diğer yöneticileri gibi kurumsal faaliyetlere dair bilgi sahibi olmadıklarını ve araştırma imkân ve yetkilerinin de sınırlı olduğunu kabul etmek gerekir. Aracı kuruluşların, bilhassa sadece ihraççının elindeki ve üçüncü taraflarca temini ve doğrulanması mümkün olmayan bilgiler ile alâkalı ihraççının temsilcilerine güvenmeleri mâkûl kabul edilecektir⁷⁷⁶. Bu bakımdan aracı kuruluşların, ihraççı hakkındaki bütün gerçekleri ortaya çıkarması beklenemez; sadece izahnamede arz edilen bilgi ve kayıtların doğruluğunu teyit edebilmesi gerekir⁷⁷⁷.

Bu bağlamda ABD'deki comfort letter (*konfor mektubu*) uygulamasına dikkat çekilebilir. Konfor mektubu, ihraççı şirketin finansal güvenilirliğini teyit eden bir muhasebe (denetim) firması tarafından hazırlanıp, aracı kuruluşa verilen belgedir. Bu belgenin alınması, aracı kuruluşun özen yükümlülüğüne dair savunması bakımından bir kolaylık olmakla birlikte, tek başına yeterli kabul edilemez⁷⁷⁸.

İhraççının Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Yükümlülüğüne Dair Savunmaları

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasındaki düzenlemeye göre; zararın ihraççıdan tazmin edilememesi veya edilmeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde ihraççının yönetim kurulu üyeleri de, halka arz eden ve lider aracı kuruluş gibi, kusurlarına ve durumun gereklerine göre zarar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olacaklardır. Bu kimselerin sorumluluktan kurtulabilmeleri; kast veya ağır ihmallerinin bulunmadığı, gerekli özeni gösterdikleri veya mâkûl bir araştırma yaptıklarını ispatladıkları

⁷⁷⁴ **Carbonare vd.**, 126; **Sjostrom**, 587.

⁷⁷⁵ *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.*, 332 F. Supp. 544, 577-78 (E.D.N.Y. 1971).

⁷⁷⁶ *In re Software Toolworks, Inc. Securities Litigation* 789 F. Supp. 1496 (N.D. Cal. 1992).

⁷⁷⁷ **Sjostrom**, 589.

⁷⁷⁸ **Sjostrom**, 566; **Carbonare vd.**, 125 (Bkz. *In re Worldcom, Inc. Sec. Litig.*, 346 F. Supp. 2d at 666).

ölçüde mümkündür⁷⁷⁹. İspat noktasında; iç yazışmalar, toplantı yahut teslim tutanakları gibi ihraççı kayıtları ile taslak izahname ve diğer belgeleri ne zaman ve ne şekilde incelediklerini herhangi bir şekilde ortaya koyan deliller ele alınabilecektir⁷⁸⁰.

İzahnamenin hazırlanması sürecinde, her yönetim kurulu üyesinin soru sorabilmesi ve yorum yapabilmesini temin eden bir mekanizmanın kurulması sağlanmalıdır⁷⁸¹.

İhraççının bağımsız yönetim kurulu üyeleri⁷⁸², pay sahibi yönetim kurulu üyelerine nazaran; özen ve araştırma yükümlülüğü bakımından daha düşük bir standarda tâbidir⁷⁸³. Amerika Birleşik Devletleri'nde görülen bir davada⁷⁸⁴, kendisine sorumluluk izafe edilen bağımsız yönetim kurulu üyesi (*outside director*); şirketin ticarî faaliyetlerine aşına olduğunu, şirket faaliyetlerinin istişare edildiği yönetim kurulu toplantılarına düzenli olarak katıldığını, finansal tabloları gözden geçirdiğini; bunun yanı sıra izahnamedeki bilgilerin aracı kuruluşlar, hukukçular ve denetçiler tarafından gözden geçirilmiş olmasına güvendiğini ve tüm bunların yönetim kurulu üyesi sıfatıyla üstlendiği vazifelere aykırılık teşkil etmediğini ileri sürmüştür. Bu bağlamda mahkeme, davalının yönetim kurulu üyesi sıfatı ile mâkûl bir şekilde elde ettiği bilgiler ile izahnamedeki açıklamalar arasında bir tutarsızlık olmadığı sürece; daha ayrıntılı bir soruşturma yapmasına gerek olmadığına karar vermiştir.

Şirketin menkul kıymetlerinin halka arzından 3 (üç) ay önce göreve başlayan ve 5 (beş) ay sonra görevden ayrılan bir bağımsız yönetim kurulu üyesine sorumluluk izafe edilen bir diğer uyuşmazlıkta ise; bağımsız yönetim kurulu üyesi, halka arzdan önceki 3 (üç) ay boyunca tüm yönetim kurulu toplantılarına katıldığını, taslak izahnameyi okuduğunu, şirket hakkında bilgi almak için şirket personelleri ile görüştüğünü ve bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolara güvenmesinin mâkûl olduğunu ispat etmek

⁷⁷⁹ **Carbonare vd.**, 126.

⁷⁸⁰ **Rodriguez/Petroski**, 14.

⁷⁸¹ **Carbonare vd.**, 126.

⁷⁸² Bağımsız yönetim kurulu üyesini, ihraççının yönetim kurulu üyeliği dışında başkaca bir ilişkisi bulunmayan kimse olarak tanımlamak mümkündür. Bkz. **Sjostrom**, 578.

⁷⁸³ Bkz. benzer şekilde **Rodriguez**, 1; **Sjostrom**, 580.

⁷⁸⁴ **Weinberger v. Jackson**, No. 89-2301-CAL, 1990 U.S. Dist. LEXIS 18394, at *10 (N.D. Cal. Oct. 12, 1990).

suretiyle sorumluluktan kurtulabilmiştir⁷⁸⁵. Aynı yöndeki bir diğer kararda ise; bağımsız denetçilere ve icra yetkisini haiz yönetim kurulu üyelerine güvenmenin, özellikle bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloların varlığında; mâkûl kabul edilebileceği ifade edilmiştir⁷⁸⁶.

BarChris kararında ise, her ne kadar izahnamenin yürürlüğe girmesinde kısa bir süre önce göreve başlamış olsalar da; sadece ihraççı tarafından yapılan açıklamalara güvenmek suretiyle başkaca ciddi bir araştırma yapmayan ve izahnameyi dikkatlice okumayan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin savunmaları reddedilmiştir⁷⁸⁷. Bununla birlikte bağımsız yönetim kurulu üyesinin, izahnameyi hazırlamakla görevli olması veya bu sürece katılması hâlinde; daha yüksek bir mâkûl soruşturma standardına tâbi olduğunu ifade etmek gerekir⁷⁸⁸. *BarChris* kararında mahkeme, bağımsız yönetim kurulu üyelerini bir denetim yükümlülüğüne tâbi tutmanın ağır olacağını ifade etmekle birlikte; kolayca araştırılabilecek ve incelenebilecek hususları atlamalarının da kabul edilebilir olmadığına hükmetmiştir⁷⁸⁹.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, şirket ile alâkalı kararlara katılmaları noktasında; şirketler hukuku bağlamında bir özen yükümlülüğü vardır⁷⁹⁰. Buna mukabil bağımsız yönetim kurulu üyeleri genellikle; şirket personeli, muhasebeciler ve denetçiler ya da yetkili ve görevli yöneticilerden temin ettiği bilgiler ışığında hareket ederler. Menkul Kıymet Davaları Reform Yasası (PSLRA 1995) ile 1933 tarihli Kanun'un 11'inci maddesinde yapılan değişikliğe göre; bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sorumluluk alanı daraltılmıştır [U.S.C. § 77k (f)(2)(A)]. Bu anlayışın bir başka fikrî temeli de, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yüksek bir özen yükümlülüğü standardına tâbi tutularak; bu görevleri icra edebilecek nitelikli kimseleri bulmakta yaşanabilecek muhtemel zorluklara dayanır⁷⁹¹.

⁷⁸⁵ *Avante-Guarde Computing Securities Litigation*, No. 85-4149, 1989 U.S. Dist. LEXIS 10483 (D.N.J. Sept. 5, 1989).

⁷⁸⁶ *Laven v. Flanagan*, 695 F. Supp. 800 (D.N.J. 1988).

⁷⁸⁷ **Sjostrom**, 578.

⁷⁸⁸ **Sjostrom**, 578.

⁷⁸⁹ *Escott v. BarChris*, 690-692.

⁷⁹⁰ **Tekinalp**, *Ortaklıklar Hukuku*, N. 12-118.

⁷⁹¹ **Sjostrom**, 583.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yanı sıra; pay sahibi yönetim kurulu üyelerinin (iç yöneticiler/inside directors) de sorumlulukları incelenmelidir. İç yönetici kavramının kanunî bir tanımı yoktur⁷⁹²; bununla birlikte kavram, hem yönetim kurulu üyesi, hem de fiilî olarak yönetim ekibinin bir parçası olanlar için kullanılabilir⁷⁹³. İç yöneticilerin, bağımsız yönetim kurulu üyelerine nazaran daha yüksek bir araştırma ve özen yükümlülüğü standardına tâbi olduğunu tekrar belirtmek gerekir. *Leasco*⁷⁹⁴ kararında mahkeme, due dilligence savunması yapan üç iç direktörün sorumluluğu hakkında karar vermiştir. Kararda iç direktörler için, özen ve araştırma yükümlülüğü son derece katı bir şekilde açıklanmış; bu kimselerin hemen hemen bütün hukuka aykırı bilgilerden sorumlu olacakları yönünde bir neticeye varılmıştır⁷⁹⁵. Bir başka ifade ile iç yöneticiler, araştırma ve özen yükümlülüğüne uygun davranma noktasında; ağır bir vazife ile karşı karşıyadırlar.

2.4. Sorumluluğun Sınırlandırılması ve Kaldırılması

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32'nci maddesinin 7'nci fıkrasındaki düzenlemeye göre; kamuyu aydınlatma belgelerinden (izahnameden) doğan sorumluluğu hafifleten ya da kaldıran anlaşmalar, hüküm veya ifadeler geçersizdir. Hem ABD (The Act of 1933 Sec. 14), hem de Alman hukukunda (WpPG § 25/1); SerPK m. 32/7 hükmünün muadili mahiyetindeki düzenlemelerle izahnameden doğan sorumluluğun sınırlandırılması veya kaldırılması yasaklanmış; önceden feragat manasına gelecek kayıtlar da geçersiz kabul edilmiştir.

Sorumluluğu sınırlandıran veya kaldıran kayıtlar, daha ziyade iktisadî bakımdan güçlü konumdaki aracı kuruluşlar lehine, halka arza aracılık sözleşmelerine derç edilmektedir⁷⁹⁶. Uygulamada, halka arza aracılık sözleşmelerine derç edilen sorumsuzluk klozları (*indemnification clauses*) ile aracı kuruluşların yatırımcıya ödeyeceği tazminatlar nedeniyle uğradığı zararların ihraççılar tarafından karşılanacağı ifade edilmektedir. Bunun

⁷⁹² Amerika Birleşik Devletleri hukukunda, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun Sec. 11 (a) düzenlemesine göre, yönetim kurulu üyelerinin yanı sıra; CEO yahut genel müdür de izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgilendirmeden sorumlu olacaklardır. Türk hukukunda ise SerPK m. 10 ve 32 bağlamında yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticilerin sorumluluğu düzenlenmemiştir.

⁷⁹³ **Sjostrom**, 572.

⁷⁹⁴ *Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corporation* 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971).

⁷⁹⁵ **Sjostrom**, 576.

⁷⁹⁶ *The Expanding Liabilities of Securities Underwriters*, 1191; **Skripova**, 198; Notes, *The Underwriter's Duty*, 407.

gibi, halka arza aracılık sözleşmelerine, aracı kuruluş ile ihraççı arasındaki rücu ilişkisini düzenleyen kayıtlar konulabilmektedir (*contribution clauses*). Bu kayıtlar aracılık sözleşmelerinde yer alabileceği gibi, bir başkaca belge ve hatta izahnamede dahi yer alabilir. Kanunu koyucu bu anlamda herhangi bir ayırım gözetmemiştir; bu tür ifadeler hangi belgede yer alırsa alsın yatırımcıya karşı geçersiz olacaktır⁷⁹⁷.

Bununla birlikte, her ikisi de tacir sıfatını haiz olan ihraççı ile aracı kuruluş arasında; bu tür klozların geçerli olup olmadığı suali akla gelebilir. Türk Borçlar Kanunu'nun 115'inci maddesinin 3'üncü fıkrasında yer alan düzenlemeye göre; uzmanlığı gerektiren bir hizmet, meslek veya sanat, ancak kanun ya da yetkili makamlar tarafından verilen izinle yürütülebiliyorsa; borçlunun hafif kusurundan sorumlu olmayacağına ilişkin önceden yapılan anlaşma kesin olarak hükümsüzdür. Bu bakımdan, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 39'uncu maddesinde yer alan düzenlemeye göre aracı kuruluşlarının da kapsamında yer aldığı yatırım kuruluşlarının; yatırım hizmetlerinin ve faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için Kuruldan izin almaları zorunludur. Bu esastan olmak üzere, aracı kuruluşların halka arza aracılık sözleşmelerine, ihraççılar aleyhine kaydettikleri sorumsuzluk kayıtları geçersiz kabul edilecektir.

2.5. Zamanaşımı

Zamanaşımı (müruruzaman), alacaklının alacağını elde etmek konusunda hareketsiz kalması sebebiyle, borçluya tanınan süresiz kaçınma hakkıdır⁷⁹⁸.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinde, zamanaşımı ile alâkalı bir süre öngörülmemekle beraber; SerPK m. 32/6'da yer alan düzenlemeye göre; kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan tazminat talebi, dördüncü fıkradaki zararın meydana geldiği tarihten itibaren altı (6) ay içinde zamanaşımına uğrar. Zarar ise, izahnamenin geçerlilik süresi içinde olmak kaydıyla, iktisap edilen sermaye piyasası aracının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması ile yatırımcıların

⁷⁹⁷ **Kara**, *Kamuyu Aydınlatma*, 155. Sorumluluğu sınırlandıran veya kaldıran kayıtların, yatırımcıya karşı ileri sürülemeyeceğine dair bkz. *Globus v Law Research Service, Inc.* 418 F 2nd 1276 (1969), cert. denied, 397 US (1970).

⁷⁹⁸ **Oğuzman/Öz**, C. I, N. 1903.

malvarlıklarında meydana gelen eksilme ile doğacaktır. Bir başka ifade ile sermaye piyasası aracının satışı ile beraber, altı (6) aylık zamanaşımı süresi başlayacaktır. Sermaye piyasası aracı henüz elden çıkarılmadan, bir başka ifade ile henüz yatırımcının elindeyken; zararın gerçekleşmeye devam ettiği dikkate alınır, altı (6) aylık sürenin başlamayacağını ifade etmek gerekir. Bununla birlikte, bu hâlde zamanaşımı süresinin de sınırsız olmadığını kabul etmek gerekir; nitekim izahnamenin geçerlilik süresi geçtikten sonra, zamanaşımı süresi genel hükümlere göre tayin edilecektir.

Türk Ticaret Kanunu'nun 6'ncı maddesinde yer alan düzenlemeye göre; ticarî hükümler koyan kanunlarda öngörülen zamanaşımı süreleri, kanunda aksine bir düzenleme yoksa sözleşme ile değiştirilemez. Ticarî hükümler, TTK'da yer alan hükümler ile bir ticarî işletmeyi ilgilendiren işlem ve fiillere ilişkin diğer kanunlarda yazılı özel hükümlerdir⁷⁹⁹. Bu bakımdan, SerPK'da yer alan halka arz ve izahname ile alâkalı düzenlemeler; ticarî işletme mahiyetindeki ticaret şirketleri ile alâkalı olduğundan, bu kapsamda yer alır. Binnetice, SerPK m. 32/6'da yer alan zamanaşımı süresinin değiştirilmesi mümkün değildir.

2.6. İzahnameden Doğan Sorumluluğun Hukukî Niteliği

İzahnameden doğan sorumluluk müessesesi, Türk hukukunda SerPK m. 10 ve 32'de düzenlenmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nda, izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgiler nedeniyle kimlerin sorumlu olduğu, illiyet bağı karinesi, kusur ve ispat yükü ile zamanaşımı gibi hususlar düzenlenmiş; bu hususlar ile alâkalı genel hükümlere müracaat etmeye, büyük ölçüde gerek kalmamıştır. Bu bakımdan izahnameden doğan sorumluluğun, kanunî bir sorumluluk rejimine tâbi olduğu ifade edilmelidir⁸⁰⁰. Bununla birlikte, SerPK m. 10 ve 32'de düzenlenmeyen hususlarla alâkalı olarak genel hükümlerin uygulama alanı bulabileceğinden; izahnameden doğan sorumluluk müessesesinin hukukî niteliğini ele almak gerekmektedir.

⁷⁹⁹ Bkz. Ayhan/Çağlar, 54.

⁸⁰⁰ Turan, 207; Ayoğlu, Sorumluluk, 648; İnceoğlu, 133.

Alman hukukunda, izahnameden doğan sorumluluğun hem sözleşme; hem de BGB § 823 bağlamında haksız fiil teorilerine dayandığını ileri süren görüşler vardır⁸⁰¹. Keza ABD hukukunda, 1933 tarihli Kanun'un 11'inci maddesinin, haksız fiil hukukuna istinat ettiği ifade edilmiştir⁸⁰². Bununla birlikte izahnameden doğan sorumluluğu düzenleyen hükümlerdeki kusuru ve illiyet bağıını ispat yükünün davacıya yüklenmemesine dair temayül, yatırımcının korunması ilkesi dairesinde ele alındığında; haksız fiil teorisindeki kusur ve illiyet bağıını ispat yükünün davacıda olacağına dair kural ile bağdaşmayacaktır⁸⁰³. Bir başka ifade ile haksız fiil nazariyesi, sermaye piyasasında yatırımcı korunması ilkesine münasip neticeler tevhit etmez.

Bir görüşe göre, aracı kuruluşların sorumluluğunu; dereceli sorumluluk sistemi dikkate alındığında, haksız fiil sorumluluğu olarak kabul etmek mümkün değildir⁸⁰⁴. Mamafih, izahnameden doğan sorumluluğun kusur ilkesine dayanan bir güven sorumluluğu olduğu ifade edilmiştir⁸⁰⁵. *Turan* ise aracı kuruluşun izahnameden doğan sorumluluğunu; kanundan kaynaklanan, kendi mevzuatındaki özen borcu ile desteklenen, kusura dayalı karma bir sorumluluk olarak telakki eder⁸⁰⁶.

İzahnameden doğan sorumluluk bakımından ise, SerPK m. 10/1 hükmünde zikredilen muhtemel sorumlularla zarar gören yatırımcı arasındaki hukukî ilişkinin mahiyetini değerlendirmek gerekecektir. Bir başka ifade ile izahnameden doğan sorumluluk ile alâkalı olarak topyekûn bir nitelendirme mümkün değildir; bu noktada belirleyici olan sorumluluğun izafe edildiği kimse ile yatırımcı arasındaki hukukî ilişkinin niteliğidir.

Sorumluluk izafe edilebilecek kimselerden olan ihraççı ile yatırımcı arasındaki hukukî ilişki, bir satım sözleşmesine dayanabileceği gibi; ihraççının sermaye piyasası aracının satıcısı olmaması hâlinde, bir satış sözleşmesinden bahsetmek mümkün değildir. Bununla birlikte, bu hâlde de ihraççının izahnameyi hazırlamak ve yayımlamakla yükümlü olduğu dikkate alınır ise; sözleşme görüşmelerinin tarafı olmayan bir üçüncü kişinin, bilgi

⁸⁰¹ Bkz. **Haarman**, 44-45.

⁸⁰² **Köndgen**, 17.

⁸⁰³ **Ayoğlu**, *Sorumluluk*, 648; **Çatakoğlu**, *Borçlanma Araçları*, 126.

⁸⁰⁴ **Ayoğlu**, *Sorumluluk*, 648.

⁸⁰⁵ **Köndgen**, 17; **Haarman**, 48. Aksi yönde bkz. **Ayoğlu**, *Sorumluluk*, 649.

⁸⁰⁶ **Turan**, 211.

vermeden kaynaklanan bir güven sorumluluğundan söz edilebilir⁸⁰⁷. İhraççı ile yatırımcı arasında, edim yükümlülüklerinden bağımsız, özel bir hukukî bağ vardır⁸⁰⁸. Fakat ihraççı, SerPK m. 10/1'deki düzenlemeye göre kusursuz sorumludur; bu bakımdan, sorumluluğunun hukukî temelinin kusur bakımından bir ehemmiyeti olmayacaktır.

Halka arz edenler ise SerPK m.10/1'deki düzenlemeye göre; kusurları nispetinde ve ikinci dereceden sorumludur. Buna mukabil, halka arz edenlerin yatırımcı ile olan ilişkileri, bir satış sözleşmesine istinat eder. Fakat halka arz eden ile yatırımcının, sermaye piyasası aracının satışı ile ilgili, birbirleriyle herhangi bir sözleşme görüşmelerinde bulunmamaları karşısında nasıl bir değerlendirme yapılabilir? Kanaatimiz odur ki, sözleşme görüşmelerinin tecessüm etmiş hâli mahiyetindeki izahnamenin, ihraççı tarafından hazırlanması karşısında; halka arz eden ile ihraççı arasında bir vekâlet ilişkisinin bulunduğu ifade edilebilir. Bu durum, halka arz edenin, yatırımcıya karşı sorumluluğunun culpa in contrahendo sorumluluğu olarak değerlendirilmesini beraberinde getirdiği savunulmaktadır⁸⁰⁹. Bununla birlikte, halka arz eden ile yatırımcı arasında satış sözleşmesi gerçekleştiğinden; culpa in contrahendo sorumluluğuna gitmeye yer yoktur. Nitekim taraflar arasında geçerli bir sözleşme varsa, culpa in contrahendo sorumluluğunu işletmeye gerek yoktur; sözleşme sorumluluğuna dair esaslar uygulama alanı bulacaktır⁸¹⁰.

Aracı kuruluşların ise yatırımcılar ile olan ilişkileri ise, farklı şekillerde tezahür edebilir. Aracılık sözleşmesinin türüne göre bir satış sözleşmesinden bahsedilebileceği gibi; herhangi bir sözleşmenin olmaması da mümkün olabilir. Mesela, tümünü yüklenim sözleşmelerinde; aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarının bedelini satış henüz başlamadan önce, ihraççıya tam ve nakden ödeyerek bunları satın almaktadır⁸¹¹. Bu hâlde, aracı kuruluşlar ile yatırımcı arasında bir satış sözleşmesinin var olduğu; buna bağlı olarak aracı kuruluşların sorumluluğunun, halka arz edenin sorumluluğu ile aynı hukukî temele dayandığını ifade etmek mümkündür. Bunun dışındaki aracılık sözleşmelerinde, aracı kuruluş satıcı konumunda bulunmadığından bir sözleşme ilişkisinden kural olarak

⁸⁰⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Çiğdem Kırcı**, Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiyeye Karşı Sorumluluk, Ankara 2004.

⁸⁰⁸ **Kırcı**, 187.

⁸⁰⁹ Aynı yönde bkz. **Turan**, 208; **İnceoğlu**, 132.

⁸¹⁰ **Huriye Reyhan Demircioğlu**, Sözleşme Görüşmelerindeki Kusurlu Davranıştan Doğan Sorumluluk, (Culpa In Contrahendo Sorumluluğu), Ankara 2009, 282-283.

⁸¹¹ **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, 74; **İnceoğlu**, 30; **Ayoğlu**, *Halka Arz*, 219; **Manavgat**, *Aracı Kurumlar*, 65.

bahsedilemez. Bir görüşe göre, aracı kuruluşun ihraççı nam ve hesabına hareket etmesi hâlinde; yardımcı şahıs konumunda kabul edilmekle haksız fiil hükümlerinin uygulama alanı bulacağı ifade edilmiştir⁸¹². Buna mukabil, aracı kuruluşların meslekî konumları itibariyle yatırımcılarda yarattıkları güven dikkate alınır; bilgi vermeden dolayı üçüncü kişiye karşı sorumlu olabilecekleri ifade edilebilir⁸¹³.

Yukarıdaki izahat ışığında; meselenin çok farklı veçhelerden ele alınmasının mümkün olduğu anlaşılmaktadır. Öyle ki, izahnameden doğan sorumluluk Alman hukukunda, haksız rekabet ve iletişimden doğan risk bağlamında bir tehlike sorumluluğu olarak da ele alınmaya çalışılmıştır⁸¹⁴.

Bugün itibariyle, izahnameden doğan sorumluluğun kaynağının kanun olduğunu ifade etmek gerekir. Bununla birlikte, kanunda hüküm bulunmayan ya da yorum faaliyeti gerektiren hâllerde; genel hükümlere ve muhtemel sorumlular ile yatırımcı arasındaki hukukî ilişkinin mahiyetine göre sözleşme, culpa in contrahendo yahut haksız fiil hükümlerine başvurmak mümkündür. Bu noktada, izahnameden doğan sorumluluğun SerPK m. 10 ve 32 kapsamında özel bir kanunî düzenlemeye konu olmasının; genel hükümlerin geçerliliğini ortadan kaldırıp kaldırmayacağı hususunu ele almak gerekir. Öğretide hâkim görüş; genel hükümlerin geçerliliğini koruyacağı noktasındadır⁸¹⁵. Nitekim Alman hukukunda bu görüş kanunda vazedilmiş; kanunda yer alan düzenlemenin haksız fiil ve sözleşmeye dayanan iddiaları etkilemeyeceği ifade edilmiştir (WpPG § 25/2).

2.7. Usul Hukuku Bakımından İzahnameden Doğan Sorumluluk

Bu bapta, izahnameden doğan sorumluluk uyuşmazlıklarının usul hukuku bağlamında hangi esaslar dairesinde ve hangi mercilerde çözüleceği incelenmeye çalışılmıştır.

⁸¹² İnceoğlu, 132.

⁸¹³ Kırca, 195.

⁸¹⁴ Haarman, 43-45.

⁸¹⁵ Turan, 212; Ayoğlu, *Sorumluluk*, 649.

2.7.1. Doğan Sorumluluk Davasının Niteliği

Türk Ticaret Kanunu'nun 4'üncü maddesinin 1'inci fıkrasının (e) bendinde yer alan düzenlemeye göre; borsa, sergi, panayır ve pazarlar ile antrepo ve ticarete özgü diğer yerlere ilişkin özel hükümlerde öngörülen hususlardan doğan hukuk davaları ticarî dava sayılır. Halka arz ve borsada işlem görme başvurusu kapsamında izahname hazırlanması zaruridir (SerPK m. 4/1). Halka arz için Kurula, borsada işlem görmek için de borsaya başvurulacağı, her iki talebin nihayetinde, sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmeye başlayacağı dikkate alınacak olursa; izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan sorumluluğa dair uyuşmazlıkların, TTK m. 4/1-e'de yer alan düzenlemeye göre mutlak ticarî dava olarak kabul edileceğini ifade etmek gerekir⁸¹⁶.

İzahnameden doğan sorumluluk davası, aynı zamanda bir eda davası mahiyetindedir. Eda davaları; davacının, davalıdan bir şeyi yapması veya vermesi (olumlu edim); ya da bir şeyi yapmaması veya bir edimde bulunmamasını (olumsuz edim) istediği davalardır⁸¹⁷. İzahnameden doğan sorumluluk davası neticesinde; davalının veya davalıların, davacıya tazminat ödemesine karar verilmesi bir edime işaret eder. İzahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirmeden dolayı zarar gördüğünü iddia eden davacının, eda davası mahiyetindeki tazminat talebi dışında; bir tespit davası açmasında hukukî yararı bulunmamaktadır (Bkz. HMK m. 106/2). Bununla birlikte eda davası, her zaman bir tespit hükmü içerir⁸¹⁸. İzahnameden doğan sorumluluk kapsamında SerPK m. 10 ve 32'ye istinaden tazminat taleplerinin kabulü hâlinde; hem sorumluluğun var olduğuna dair bir tespit, hem de tazminat ödenmesine dair eda hükmü söz konusu olacaktır. Davanın reddi hâlinde ise karar, sorumluluğun olmadığına dair bir tespit hükmünden ibaret olacaktır.

⁸¹⁶ TTK m. 4/1-e'de düzenlenen ticarî davalar için bkz. **Ayhan/Çağlar**, 67; **Sabih Arkan**, Ticarî İşletme Hukuku, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş Onsekizinci Baskı, Ankara 2013, 101-102. Bir davanın ticarî dava niteliğinde olup olmadığı, ticaret mahkemelerinin görev sahası ve özel birtakım usul kurallarının uygulanması ile alakalıdır.

⁸¹⁷ Hakan **Pekcanitez** (Ed. **Muhammet Özekes/Mine Akkan/Hülya Taş Korkmaz**), Pekcanitez Usûl Medenî Usûl Hukuku, C. I-II-II, 15. Bası, İstanbul 2017., 960; **Ejder Yılmaz**, Hukuk Muhakemeleri Kanunu Şerhi, Cilt 1-2-3, 3. Baskı, Ankara 2017, 1553; **Süha Tanrıver**, Medenî Usûl Hukuku, Cilt I, Ankara 2016, 566.

⁸¹⁸ **Yılmaz**, 1559; **Pekcanitez**, *Pekcanitez Usûl*, 971; **Tanrıver**, 566-567.

Medenî muhakeme hukukunda kural, yazılı yargılama esaslarının uygulanmasıdır⁸¹⁹. Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nun 316'ncı maddesinde, basit yargılama usulüne tâbi olacak dava ve çekişmesiz yargı işleri ile mahkemeler sayılmıştır; bunların dışındaki dava ve işlerde, kural olarak yazılı yargılama usulü uygulanacaktır. Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nun 316 'ıncı maddesinin (g) bendinde yapılan atfa istinaden; TTK m. 4/2 ve 1521'de basit yargılama usulünün uygulanacağı davalar zikredilmiştir.

Türk Ticaret Kanunu'nun 4'üncü maddesinin ikinci fıkrasındaki düzenlemeye göre; miktar ve değeri yüz bin (100.000) Türk lirasını geçmeyen ticarî davalarda basit yargılama usulü uygulanır. Keza TTK m. 1521'de yer alan düzenlemede ise; ticaret şirketlerinde, ortakların veya pay sahiplerinin şirketle veya birbirleriyle, şirket ortaklığından veya pay sahipliğinden kaynaklanan davalarda veya şirketin yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, müdürleri, tasfiye memurları ya da denetçilerine karşı açılacak davalarda basit yargılama usulünün uygulanacağı ifade edilmiştir.

İzahnameden doğan sorumluluk davalarında, davacının tazminat talebi yüz bin (100.000) Türk lirasını geçmiyorsa; basit yargılama usulü uygulanacaktır. Bununla birlikte TTK m. 1521'in uygulama alanını tespit bakımından; sorumluluk davasının kime ve hangi statüye istinaden açıldığını ele almak gerekir. Evvela, düzenlemede sadece pay sahiplerinin açacağı davalardan bahsedilmiştir; bu bakımdan hisse senedi yatırımcısı dışındakilerin açtığı davalarda TTK m. 1521'e göre basit yargılama usulünün uygulanması mümkün değildir. Pay sahipleri ile şirket arasında, pay sahipliğinden kaynaklanan davalarda basit yargılama usulü uygulanacaktır; bu bakımdan izahnameden doğan sorumluluk davasının pay sahipliğinden kaynaklanıp kaynaklanmadığı değerlendirilmelidir. Kanaatimiz odur ki, TTK m. 1521'de ifade edilen pay sahipliğinden kaynaklanma olgusu, pay sahipliğine bağlı hak ve yükümlülükler ile alâkalıdır. Bu bakımdan hisse senedi yatırımcısının pay sahipliği sıfatına bağlı hak ve yükümlülükleri ile alâkası bulunmayan izahnameden doğan sorumluluk davası, yazılı yargılama usulüne tâbi olur. Buna mukabil, ihraççı şirketin yönetim kurulu üyesine karşı açılacak sorumluluk davasında ise TTK m. 1521'deki düzenlemeye göre basit yargılama usulü uygulanacaktır.

⁸¹⁹ **Murat Atalı**, Pekcanitez Usûl Medenî Usûl Hukuku Cilt 3, Ankara 2017, 2090.

Basit yargılama usulünde, tarafların dilekçe sayıları sınırlandırılmıştır; dava ve cevap dilekçeleri dışında ikinci dilekçeler verilmez (HMK m. 317/3). Bu bakımdan, basit yargılama usulünde davaların kısa sürede neticeye bağlanması amaçlanmıştır⁸²⁰. Asli yargılama usulü olan yazılı yargılamada taraflar, cevaba cevap ve ikinci cevap dilekçeleri ile serbestçe; ön inceleme aşamasında ise ancak karşı tarafın açık muvafakati ile iddia veya savunmalarını genişletebilir yahut değiştirebilirler (HMK m. 141/1). Basit yargılama usulünde ise, iddianın genişletilmesi veya değiştirilmesi yasağı dava açılmasıyla; savunmanın genişletilmesi veya değiştirilmesi yasağı cevap dilekçesinin mahkemeye verilmesiyle başlar (HMK m. 319). Bu bakımdan basit yargılama usulünde tarafların, iddia ve savunmalarını ileri sürerken daha dikkatli ve özenli davranmaları gerektiği açıktır.

2.7.2. Dava Şartları

Dava şartları, mahkemenin önüne gelen uyuşmazlığın esası hakkında yargılama yapabilmesi için varlığı veya yokluğu gerekli olan usulî birtakım şartlardır⁸²¹. Dava şartları sağlanmadan açılan davalar da açılmış sayılır. Fakat dava şartlarından birinin sağlanmadığı dava açıldıktan sonra tespit edilirse; mahkeme, davanın esasını görüşmeyi bırakıp usulden reddine karar verir. Dava şartları, hâkim tarafından resen gözetilir (HMK m. 115/1).

Dava şartları, HMK m. 114’de düzenlenmiştir. Birinci fıkrada, on iki (12) bent hâlinde sayılan dava şartları, genel dava şartlarıdır⁸²². Mâmafih HMK m. 114/2’de, diğer kanunlarda yer alan dava şartlarına ilişkin hükümlerin saklı olduğu ifade edilmiştir. Kanunda yer alan bir hususun dava şartı olup olmadığı noktasındaki kıstaslar ise, belirtilen

⁸²⁰ **Atalı**, *Pekcanitez Usûl*, 2098.

⁸²¹ **Yılmaz**, 1713; **Pekcanitez**, *Pekcanitez Usûl*, 927.

⁸²² HMK m. 114/1: “Dava şartları şunlardır:

- a) Türk mahkemelerinin yargı hakkının bulunması.
- b) Yargı yolunun caiz olması.
- c) Mahkemenin görevli olması.
- ç) Yetkinin kesin olduğu hâllerde, mahkemenin yetkili bulunması.
- d) Tarafların, taraf ve dava ehliyetine sahip olmaları; kanuni temsilin söz konusu olduğu hâllerde, temsilcinin gerekli niteliğe sahip bulunması.
- e) Dava takip yetkisine sahip olunması.
- f) Vekil aracılığıyla takip edilen davalarda, vekilin davaya vekâlet ehliyetine sahip olması ve usulüne uygun düzenlenmiş bir vekâletnamesinin bulunması.
- g) Davacının yatırması gereken gider avansının yatırılmış olması.
- ğ) Teminat gösterilmesine ilişkin kararın gereğinin yerine getirilmesi.
- h) Davacının, dava açmakta hukuki yararının bulunması.
- ı) Aynı davanın, daha önceden açılmış ve hâlen görülmekte olmaması.
- i) Aynı davanın, daha önceden kesin hükme bağlanmamış olması”.

şartın davanın esasını incelemeye engel olup olmadığı ve hâkim tarafından resen dikkate alınıp alınmadığıdır⁸²³.

Türk Ticaret Kanununa 7155 sayılı Kanun ile eklenen 5/A maddesindeki düzenlemeye göre; konusu bir miktar paranın ödenmesi olan alacak ve tazminat talepleri hakkında dava açılmadan önce arabulucuya başvurulmuş olması bir dava şartıdır⁸²⁴. Arabulucuya herhangi bir başvuru olmaksızın, izahnameden doğan sorumluluk davasının esasının görüşülmesine başlanamaz. Bu bakımdan, arabulucuya başvurmanın, izahnameden doğan sorumluluk davası bakımından bir özel dava şartı olduğunu ifade etmek gerekir.

2.7.3. Taraflar

İzahnameden doğan sorumluluk davalarında uyulması icap eden usulî esaslara şâmil olan medenî muhakeme hukukunda, davada iki taraf yer almaktadır. Bu bakımdan, davada tek bir taraf olamayacağı gibi; üçüncü bir tarafın varlığı da söz konusu değildir⁸²⁵. Bununla birlikte davacı veya davalı tarafın, birden fazla kişiden teşekkül etmesi mümkündür.

Bir davada, davacı veya davalı sıfatı ile taraf olabilmek; taraf ehliyetinin, dolayısıyla medenî hukuktaki hak ehliyetinin varlığına bağlıdır. Taraf ehliyeti, HMK m. 114/1-d'ye göre bir dava şartıdır⁸²⁶. Bu bakımdan, davanın her aşamasında hâkim tarafından resen gözetilir.

İzahnameden doğan sorumluluk davalarında, gerçek kişiler TMK m. 8/1 ve 50'ye göre hak ve taraf ehliyetini haizdirler. Tüzel kişiler ise, cins, yaş, hısımlık gibi yaradılış gereği insana özgü olanlar dışındaki bütün haklara ve borçlara ehil olmalarından mütevellit (TMK m. 48); TMK m. 50 uyarınca taraf ehliyetini haizdirler. Tüzel kişiler, kanuna ve kuruluş belgelerine göre gerekli organları haiz olmakla birlikte fiil ehliyetini ve buna bağlı

⁸²³ **Pekcanitez**, *Pekcanitez Usûl*, 950.

⁸²⁴ İzahnameden doğan sorumluluk davalarında arabuluculuk uygulaması için bkz. İkinci Kısım 1.7.6 numaralı başlık.

⁸²⁵ **Hakan Pekcanitez/Hülya Taş Korkmaz**, *Pekcanitez Usûl Medenî Usûl Hukuku*, C. I, İstanbul 2017, 554.

⁸²⁶ Taraf ehliyeti ile dava ehliyetini karıştırmamak gerekir. Dava ehliyeti, tarafın bir davayı bizzat veya yetkilendirdiği vekili ile yürütebilme ve geçerli bir şekilde taraf usul işlemleri yapabilme ehliyetidir. Bkz. **Tanrıver**, 496; **Pekcanitez/Taş Korkmaz**, *Pekcanitez Usûl C. I*, 585. Bu yönüyle dava ehliyeti, medenî hukuktaki fiil ehliyetini bir tezahürü mahiyetindedir (Bkz. TMK mm 49 ve 51).

olarak dava ehliyetini kazanırlar (TMK m. 49 ve 51). Tüzel kişiler, kendilerini temsil eden organları vasıtasıyla dava ehliyetini kullanırlar⁸²⁷. Türk Ticaret Kanunu'nun 125'inci maddesinde de, ticaret şirketlerinin tüzel kişiliği haiz olduğu ve hak ehliyeti bakımından TMK m. 48'de yer alan esaslara tâbi oldukları ifade edilmiştir.

Mülga 6762 say. Türk Ticaret Kanunu'nun 137'nci maddesindeki düzenlemeye göre; ticaret şirketlerinin şirket sözleşmesinde kayıtlı işletme konusu kapsamında kalan bütün hak ve borçlara ehil olduğu ifade edilmiştir. Hak ehliyetinin işletme konusu ile sınırlandırılmasına *ultra vires ilkesi* adı verilmektedir. Ultra vires ilkesinin ortaya çıkışı, şirket malvarlığının sadece esas sözleşmede belirtilen konu ve amaca tahsis edilmesi düşüncesine istinat eder⁸²⁸. Bununla birlikte, ticaret şirketlerinin tüzel kişilikleri ve hak ehliyetlerinin düzenleyen 6102 say. TTK m. 125'inci maddesinde; mülga TTK döneminde cari olan ultra vires ilkesine yer verilmeyerek, sınırsız bir ehliyet öngörülmüştür⁸²⁹. Bu bakımdan, bir anonim şirketin ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarını iktisap eden yatırımcıların korunması bakımından; şirketin hak ehliyeti ile alâkalı bir tereddüte yer bulunmamaktadır.

2.7.3.1. Davacı

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinde düzenlenen izahnameden doğan sorumluluk davalarında, davacı taraf, yatırımcıdır. Yatırımcılar, bir gerçek kişi veya tüzel kişi olabilirler. Menkul kıymeti iktisap eden herkes, kural olarak davacı taraf sıfatına sahiptir⁸³⁰. Sıfat, usul hukukundan ziyade maddi hukuka dair bir meseledir. Sıfat, dava konusu subjektif hak ile davanın tarafları arasındaki ilişkiyi ifade eder⁸³¹.

⁸²⁷ **Tanrıver**, 506.

⁸²⁸ **Serdar Kale**, “*Şirketlerin Taraf Ehliyeti*”, 6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nu Beklerken 10-11-12 Mayıs 2012 Sempozyum, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, 18 (2), (2012), 121.

⁸²⁹ TTK m. 125'in lafzından ve gerekçesinden her ne kadar ultra vires ilkesinin kaldırıldığı anlaşılrsa da; işletme konularının şirket sözleşmelerinde ve ticaret unvanlarında yer alması ve temsil ve idare gibi konularda söz konusu olacak sınırlamalarda işletme konusunun ehemmiyetini koruması, ultra vires ilkesinin kısmen de olsa etkisini sürdürmesine işaretir. Bununla birlikte 6102 say. TTK ile ultra vires ilkesinin, en azından hak ehliyetini tespit bakımından önemini yitirdiğini ifade etmek gerekir. Bkz. **Kale**, 122; **Burçak Yıldız**, “*Ultra Vires İlkesinin Kaldırılmasının Ardından İşletme Konusu Unsuru ve Ticaret Şirketlerinin İşletme Konusu Dışındaki İşlemlerinin Hukukî Niteliği*”, BATİDER, 27 (3), (2011), 111.

⁸³⁰ **Horwich**, 7.

⁸³¹ **Tanrıver**, 512.

Sermaye piyasası araçları, seri hâlde ihraç edildiklerinden; aynı seride ve aynı şartlara bağlı bu sermaye piyasası araçlarını birden fazla yatırımcının iktisap etmesi mümkündür. Bu, ise aynı hukuka aykırı bilgilendirmeye istinaden yatırım yapmış ve zarara uğramış bir grubun varlığını beraberinde getirmektedir. İzahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere bağlı olarak zarar gören yatırımcıların; HMK m. 57/1-c kapsamında ihtiyarî dava arkadaşı olarak talepte bulunmaları mümkündür⁸³². Bu bakımdan, hukuka aykırı bilgilerin aynı izahnamede yer alması ve tazminat taleplerinin SerPK m. 10 ve 32’de yer alan düzenlemeler kapsamında gerçekleşmiş olması yeterlidir.

Hukuk Muhakemeleri Kanunu’nun 58’inci maddesindeki düzenlemeye göre; ihtiyarî dava arkadaşlığında, davalar birbirinden bağımsızdır. Bunun gibi, dava arkadaşlarından her biri, diğerlerinden bağımsız olarak hareket eder. Bununla birlikte, zarar gören yatırımcıların aynı mağduriyeti yaşamaları hasebiyle, yoğun bir yardımlaşma içinde bulunmaları işin tabiatı gereğidir. İhtiyarî dava arkadaşı sayısı kadar dava olması, beraberinde her bir davacı yahut davalı için; dava şartları ve ilk itirazların ayrı ayrı değerlendirilmesini beraberinde getirir⁸³³.

İhtiyarî dava arkadaşlığında, açılan davalar birbirinden bağımsız olmakla birlikte, bu davaların tahkikat ve yargılama işlemleri birlikte yapılır⁸³⁴. Zarar gören yatırımcılar, tek bir dilekçeyle dava açabilirler. Fakat dava dilekçesinde kural olarak, her bir davacının talep ettiği tazminat miktarının açıkça gösterilmesi gerekir⁸³⁵. Bu, izahnameden doğan sorumluluk davası bakımından özellikle elzemdir; hangi yatırımcının, ne miktarda sermaye piyasası aracı iktisap ettiği veya bunları hangi tarihlerde elden çıkarmak suretiyle malvarlıklarından eksilme olduğu ayrı ayrı değerlendirilmesi gereken hususlardır. Buna

⁸³² HMK m. 57: “(1) Birden çok kişi, aşağıdaki hâllerde birlikte dava açabilecekleri gibi aleyhlerine de birlikte dava açılabilir:

a) Davacılar veya davalılar arasında dava konusu olan hak veya borcun, elbirliği ile mülkiyet dışındaki bir sebeple ortak olması.

b) Ortak bir işlemlerle hepsinin yararına bir hak doğmuş olması veya kendilerinin bu şekilde yükümlülük altına girmeleri.

c) Davaların temelini oluşturan vakıaların ve hukuki sebeplerin aynı veya birbirine benzer olması”.

⁸³³ Pekantez/Taş Korkmaz, Pekantez Usûl C. I, 694.

⁸³⁴ Pekantez/Taş Korkmaz, Pekantez Usûl C. I, 696.

⁸³⁵ Pekantez/Taş Korkmaz, Pekantez Usûl C. I, 696.

bağlı olarak ise, her bir dava arkadaşı için ayrıca karar verilir; bir dava arkadaşının aldığı ilâm, yalnız kendisi tarafından takibe konu edilebilir⁸³⁶.

Taraf ehliyetinin varlığının, kural olarak bir gerçek yahut tüzel kişiliğin varlığına bağlı olduğunu ifade etmek gerekir. Gerçek kişi olmayan ve tüzel kişiliği bulunmayan topluluklar, hak ehliyetini, dolayısıyla taraf ehliyetini haiz değildirler⁸³⁷. Bu nedenledir ki, izahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler nedeniyle zarar gören yatırımcıların; bir araya gelerek tek bir taraf teşekkül ettirebilmeleri mümkün değildir. Bu noktada, HMK m. 113’de düzenlenen topluluk davalarının, izahnameden doğan sorumluluk davalarında uygulanabilir olup olmadığı suali akla gelebilir. Topluluk davaları, şahsî olmaktan ziyade bir sınıfa yahut topluluğa ait kolektif menfaatleri koruyan; o topluluğu temsil ya da o topluluk adına hareket edebilecek olanların açabilecekleri ve açılan bu dava neticesinde verilen kararın, topluluğa mensup diğer kimseler bakımından da geçerli olacağı davalardır⁸³⁸.

Topluluk davalarının düzenlendiği HMK m. 113’de; bu davayı kimlerin açabileceği ve hangi taleplerde bulunabileceğine yer verilmiştir. Düzenlemeye göre sadece dernekler ve tüzel kişiler topluluk davası açabileceklerdir. Bunun yanı sıra, topluluk davası ile tazminat talebinde bulunulması da mümkün değildir. Düzenlemede, ilgililerin haklarını tespit veya hukuka aykırı durumun giderilmesi yahut ilgililerin gelecekteki haklarının ihlâl edilmesinin önüne geçilmesi için dava açılabileceği sınırlı bir şekilde ifade edilmiştir⁸³⁹.

Öğretide *Turan*, toplu dava müessesesinin Türk hukukuna kazandırılması gerektiğini savunmaktadır⁸⁴⁰. *Pekcanitez* ise tazminat davaları bakımından, tazminatın miktarının tespiti ve daha sonra toplulukta ilgililer arasında paylaşılmasının oldukça güç olması nedeniyle; topluluk davası ile tazminat talep edilememesi gerektiği kanaatindedir⁸⁴¹. Bizim kanaatimize göre de, özellikle her bir yatırımcı için zararın doğduğu anın farklı olduğu

⁸³⁶ **Tanrıver**, 545.

⁸³⁷ Kural bu olmakla beraber; Kanun’da veya Yargıtayca kabul edilen bazı istisnalar da mevcuttur. Bkz. **Pekcanitez/Taş Korkmaz**, *Pekcanitez Usûl C. I*, 564.

⁸³⁸ **Hakan Pekcanitez**, *Pekcanitez Usûl Medenî Usûl Hukuku*, C. II, İstanbul 2017, 1098.

⁸³⁹ HMK m. 113: “Dernekler ve diğer tüzel kişiler, statüleri çerçevesinde, üyelerinin veya mensuplarının yahut temsil ettikleri kesimin menfaatlerini korumak için, kendi adlarına, ilgililerin haklarının tespiti veya hukuka aykırı durumun giderilmesi yahut ilgililerin gelecekteki haklarının ihlâl edilmesinin önüne geçilmesi için dava açabilir”.

⁸⁴⁰ **Turan**, 223 vd.

⁸⁴¹ **Pekcanitez**, *Pekcanitez Usûl C. II*, 1104.

dikkate alınacak olursa; topluluk davası ile SerPK m. 10 kapsamında tazminat taleplerinin ileri sürülmesi pek mümkün ve işlevsel görünmemektedir. Bunun yanı sıra, hem izahnameden doğan sorumluluk, hem de topluluk davası gibi hukukumuzda aşına olunmayan iki yeni müessesenin bir araya getirilerek uygulanabilmesi; en azından günümüz için hukuk sahasında bir kargaşaya mahal verme tehlikesini de beraberinde getirebilecektir.

2.7.3.2. Davalı

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesi bağlamındaki izahnameden doğan sorumluluk davalarında muhtemel davalılar; ihraççı, halka arz eden, lider aracı kuruluş, garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleridir. Medenî muhakeme hukuku kapsamındaki taraf ehliyetine dair açıklamalar, bu bapta da geçerlidir. Mesela, ihraççı bir tüzel kişi davalı iken; ihraççının yönetim kurulu üyelerinin birer gerçek kişi davalı olması mümkündür.

Sermaye Piyasası Kanun'unun 10'uncu maddesi kapsamında muhtemel sorumlular olarak zikredilen ihraççı, halka arz eden, lider aracı kuruluş, garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyelerinden tamamına veya birkaçına; bunların tamamını veya birkaçını hasım olarak göstererek dava açmak mümkündür. Bu imkânın, iki hukukî temeli bulunmaktadır.

Birincisi, bir üst bapta izah edildiği üzere, ihtiyarî dav arkadaşlığı müessesesine istinat eder. İzahnameden doğan sorumluluk davasının temelini teşkil eden vakıa ve hukukî sebepler, aynı veya benzer mahiyette olduğundan; muhtemel sorumlulara aynı dava dilekçesi ile dava açmak mümkündür (HMK m. 57/1-c). İhtiyarî dava arkadaşı olan davalılar için ayrı bir davadan bahsedilebileceğine göre; bunların dava ve tahkikat safhasında bağımsız hareket ederler⁸⁴². İzahnameden doğan sorumluluk davalarında; her bir muhtemel sorumlunun kusurları ve özen yükümlülüklerinin ayrı ayrı değerlendirilmesi gerektiği dikkate alınır; bu bağımsızlık daha anlaşılır olacaktır. Aleyhine hüküm verilenler birden fazla ise mahkeme yargılama giderlerini, bunlar arasında paylaştırabileceği gibi, müteselsilen sorumlu tutulmalarına da karar verebilir (HMK m. 326/3).

⁸⁴² Pekcanitez/Taş Korkmaz, *Pekcanitez Usûl C. I*, 697; Tanrıver, 545.

2.7.4. Görevli ve Yetkili Mahkeme

Medeni muhakeme hukuku bağlamında, görev, yetki ve yargı yeri 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nun 1 ilâ 23'üncü maddelerinde düzenlenmiştir. Ticarî dava niteliğini haiz olan izahnameden doğan sorumluluk davalarında ise, HMK'da yer alan genel hükümler ile TTK'da ticarî davalara dair olarak düzenlenen usul hükümleri uygulama alanı bulacaktır.

2.7.4.1. Görevli Mahkeme

Medenî muhakeme hukukunda görev, bir davaya hangi çeşit mahkemenin bakacağını ifade eder⁸⁴³. Mahkemelerin görevleri ancak kanunla düzenlenebilir ve göreve dair kurallar kamu düzenindedir (HMK m. 1); bu husus, tabîî hâkim ilkesinin bir neticesidir⁸⁴⁴. Görev, HMK m. 114/1-c'de ifade edildiği üzere, dava şartları arasında yer alır. Dolayısıyla mahkeme, kendisinin görevli olup olmadığını, davanın her safhasında resen ele alabilir. Keza taraflar da, dava şartı noksanlığı olarak, her zaman görevsizlik iddiasında bulunabilirler (HMK m. 115/1). Görev kuralları kamu düzeninden olduğundan; bu hususta taraflar sözleşme yapamazlar⁸⁴⁵.

Ticarî davalar ise, TTK m. 5/1'deki düzenlemeye göre asliye ticaret mahkemelerinde görülecektir. Asliye ticaret mahkemeleri, ticarî davalara bakmakla yükümlü özel mahkemeler olarak ifade edilebilir⁸⁴⁶. Asliye ticaret mahkemeleri, iş ve dava yoğunluğuna bağlı olarak büyük yerleşim yerlerinde kurulmaktadır; asliye ticaret mahkemelerinin kurulmadığı yerlerde ise o yer asliye hukuk mahkemesi, asliye ticaret mahkemesi sıfatıyla yargı vazifesini icra etmektedir (TTK m. 5). Bu bağlamda asliye ticaret mahkemeleri ile asliye hukuk mahkemeleri arasındaki ilişkinin bir görev ilişkisi olduğunu ve göreve dair usul kurallarının uygulanacağını ifade etmek gerekir (TTK m. 5/3).

Göreve ilişkin kurallarda gereğince asliye ticaret mahkemesinin görev sahasına giren ticarî davaların, tek hâkim tarafından mı, yoksa heyet hâlinde mi görüleceği hususu; 5235

⁸⁴³ Yılmaz, 38.

⁸⁴⁴ Yılmaz, 38.

⁸⁴⁵ Mine Akkan, Pekcanitez Usûl Medenî Usûl Hukuku, C. I, 15. Bası, İstanbul 2017, 240; Yılmaz, 43.

⁸⁴⁶ Tanrıver, 152; Akkan, Pekcanitez Usûl C. I, 149. 26.06.2012 tarihli 6335 sayılı Kanun'dan önce; asliye ticaret mahkemeleri ile asliye hukuk mahkemeleri iş bölümü ilişkisi olarak düzenlenmişti.

sayılı Adli Yargı İlk Derece Mahkemeleri İle Bölge Adliye Mahkemelerinin Kuruluş, Görev ve Yetkileri Hakkında Kanun'un 5'inci maddesinin 3'ünü fıkrasında düzenlenmiştir⁸⁴⁷. Asliye ticaret mahkemelerinin tek hâkimle ya da heyet hâlinde görüşüleceği davalar, iki kıstasa göre belirlenmiştir. Birinci kıstas parasal nitelikte olup; konusu para ile ölçülebilen uyuşmazlıklarda dava değeri üç yüz bin Türk lirasının üzerinde olan dava ve işlerin heyet olarak karara görüşüleceği ve karara bağlanacağı ifade edilmektedir. İkinci olarak ise, 5235 say. Kanun'un 5'inci maddesinin 3'üncü fıkrasındaki düzenlemeye göre; davanın değerine bakılmaksızın bir başka ve iki üyeden müteşkil heyet tarafından yürütülecek ve neticeye bağlanacak davalar düzenlenmiştir⁸⁴⁸.

Bu izahat dairesinde, dava değeri üç yüz bin Türk lirasının üzerinde olan izahnameden doğan sorumluluk davalarının, asliye ticaret mahkemeleri tarafından heyet hâlinde görüleceği ifade edilmelidir. Bununla birlikte, 5235 say. Kanun m. 5/3'de yer alan düzenlemeye göre; şirketler ve kooperatifler hukukundan kaynaklanan, yönetim ve denetim organları aleyhine açılacak sorumluluk davaları da heyet hâlinde görüşülüp karara bağlanacaktır. İzahnamedeki hukuka aykırı bilgilendirmeden doğan zararlardan sorumlu olabilecek muhtemel kimselerden, ihraççının yönetim kurulu üyeleri ve SerPK m. 10/2 bağlamındaki bağımsız denetçilere karşı açılacak sorumluluk davaları da bu kapsamda, heyet hâlinde görüşülüp karara bağlanacaktır.

⁸⁴⁷ 18.06.2014 tarihli 6545 sayılı Türk Ceza Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un 45'inci maddesi ile 5235 sayılı Kanun'da değişikliğe gidilmiş; bunun neticesinde ise ticaret mahkemelerinin toplu mahkemeler olduğu hükmü tekrar getirilmiş ve ticaret mahkemelerinde tek hâkimle yahut heyet hâlinde görülecek davalar arasında bir ayırım yapılmıştır.

⁸⁴⁸ Asliye ticaret mahkemesinin görevli olduğu bir davanın, tek hâkim tarafından mı yoksa heyet hâlinde mi görüşülüp karar bağlanacağına dair kurallar; nazarî bakımdan görev ilişkisi kapsamında kabul edilmelidir. Kanunda bu konuda bir düzenleme olmamakla beraber; HMK m. 115/1 gereğince davayı gören hâkim veya heyetin görevsizlik kararı verebileceğini kabul etmek gerekir. Bu bağlamda, HMK'da düzenlenmiş olan görev uyuşmazlığı hükümlerinin, tek hâkim ile mahkeme heyeti arasında uygulanabileceğini ifade etmek gerekir. Bununla birlikte, görevsizlik kararı neticesinde taraflardan biri, iki hafta içinde görevsizlik kararı veren mahkemeye başvurarak; dosyanın görevli mahkemeye gönderilmesini talep etmelidir. Aksi hâlde, dava açılmamış sayılır (HMK m. 20/1). Her iki mahkemenin, bir başka ifade ile asliye ticaret mahkemesi hâkiminin ve heyetinin, kendilerinin görevsiz olduklarına karar vermeleri hâlinde; görev uyuşmazlığı bölge adliye mahkemesin veya Yargıtay tarafından karara bağlanır (HMK m. 22/2). Bu uygulamalar, davanın görevli mahkemede açmış bulunan davacının hakkını teslimini geciktirebileceği gibi; telafisi mümkün olmayan birtakım zararların da hâsıl olmasına sebebiyet verebilir. Bu bakımdan, bu tür uyuşmazlıkların HMK'daki görevsizlik kurallarına göre değil de; mahkeme heyetinin kendi arasında çözümlenmesi isabetli olacaktır. Bkz. **Ayhan/Çağlar**, 81. *Akkan* ise, bu hâlde bir görev ilişkisinden ziyade, HMK m. 375/1-a'da yer alan düzenlemeye göre; mahkemenin kanuna uygun olarak teşekkül etmemesine bağlı olarak bir mutlak bozma sebebinin varlığına işaret eder. Bkz. **Akkan**, *Pekcanitez Usûl C. 1*, 152. Kanaatimiz odur ki, kanun koyucu bu duraksamayı ortadan kaldıracak, usul ekonomisine ve ticarî hayatta lâzım gelen sürati sağlamaya matuf bir düzenleme ihdas ederek meseleye sarahat kazandırmalıdır.

2.7.4.2. Yetkili Mahkeme

Yetki kuralları ile bir davanın, hangi yerdeki mahkeme tarafından görüleceğini tespit edilir⁸⁴⁹. Medenî muhakeme hukuku dairesindeki yetki kuralları, aslî olarak HMK m. 5 vd. ile düzenlenmiştir. Türk Ticaret Kanunu'nda, ticarî davalar bakımından yetkili mahkemelerin gösterildiği özel bir düzenlemeden kural olarak bahsedilemez⁸⁵⁰. İşbu nedenle, ticarî davalar da HMK'da düzenlenen yetki kuralları dairesinde görülecektir.

Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nun 6'ncı maddesinin 1'inci fıkrasındaki düzenlemeye göre genel yetkili mahkeme; davalının yerleşim yeri mahkemesidir. Gerçek kişi davalıların yerleşim yeri, bir kişinin sürekli kalmak niyetiyle oturduğu yer (TMK m. 19/1); tüzel kişinin yerleşim yeri ise, kuruluş belgelerinde başkaca bir hüküm yoksa işlerinin yönetildiği yerdir (TMK m. 51). Ticaret şirketleri bakımından şirket işlerinin yönetildiği yer ise; şirket merkezi olarak tezahür eder. Bu izahat dairesinde ifade etmek gerekir ki; izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan davalarda yetkili mahkeme kural olarak, davalı şirket merkezinin bulunduğu yer mahkemesidir. Davalı birden fazla ise dava bunlardan birinin yerleşim yerinde açılabilir (HMK m. 7/1).

Genel yetki kuralı bu olmakla beraber; özel bazı yetki kuralları da hem HMK'da, hem TTK'da öngörülmüştür. Kanunda özel yetkili mahkemelerin yer alması, genel yetki kuralını ortadan kaldırmaz⁸⁵¹. Mesela, HMK m. 16'daki düzenlemeye göre; haksız fiilin işlendiği veya zararın meydana geldiği yahut gelme ihtimalinin bulunduğu yer ya da zarar görenin yerleşim yeri mahkemesi de yetkilidir.

Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nun 14'üncü maddesinin 1'inci fıkrasında göre; bir şubenin işlemlerinden doğan davalarda, o şubenin bulunduğu yer mahkemesi de yetkilidir. Bu, özellikle lider aracı kuruluşların şubelerine karşı açılacak davalar bakımından önem arz eder. Düzenlemenin 2'nci fıkrasında ise, özel hukuk tüzel kişilerinin, ortaklık

⁸⁴⁹ **Tanrıver**, 226; **Akkan**, *Pekcanitez Usûl C. I*, 267; **Yılmaz**, 259.

⁸⁵⁰ Bununla birlikte, Türk Ticaret Kanunu'nda ihdas edilen bazı hükümler ile özel yetki kuralları getirilmiştir. Mesela TTK m. 661/1'de yer alan düzenlemeye göre; pay senetleri, tahviller, intifa senetleri, münferit kuponlar hariç olmak üzere, kupon belgeleri, esas kupon belgelerinin yenilenmesine yarayan talonlar gibi hamile yazılı senetlerin iptaline dair davalar; borçlunun yerleşim yeri veya pay senetleri hakkında anonim şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinde görülecektir.

⁸⁵¹ **Akkan**, *Pekcanitez Usûl C. I*, 279.

veya üyelik ilişkileriyle sınırlı olmak kaydıyla, bir ortağına veya üyesine karşı veya bir ortağın yahut üyenin bu sıfatla diğerlerine karşı açacakları davalar için, ilgili tüzel kişinin merkezinin bulunduğu yer mahkemesinin kesin yetkili olduğu ifade edilmiştir. Davacı yatırımcılar için, HMK 14/2'deki bu düzenleme kapsamında, ihraççının merkezinin kesin yetkili olmadığını ifade etmek gerekir⁸⁵².

Medenî muhakeme hukukundaki yetki kuralları, kural olarak kamu düzenine dair değildir⁸⁵³. Buna bağlı olarak, genellikle birden çok mahkeme yetkili bulunmakla beraber; tarafların bu hususu aralarında kararlaştırmaları da mümkündür. Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nun 17'nci maddesinde yer alan düzenlemeye göre; tacirler veya kamu tüzel kişileri, aralarında doğmuş veya doğabilecek bir uyuşmazlık hakkında, bir veya birden fazla mahkemeyi sözleşmeyle yetkili kılabilirler. Taraflarca aksi kararlaştırılmadığı sürece, dava sadece sözleşmeyle belirlenen bu mahkemelerde açılacaktır. Yetki sözleşmesi yapılabilmesi, öncelikle tarafların tacir veya kamu tüzel kişileri olmasına bağlıdır. Buna göre, izahnameden doğan sorumluluk davasının davacısı konumundaki yatırımcının tacir veya kamu tüzel kişisi olmadığı hâllerde; yapılan yetki sözleşmesi, bir ticarî davaya müteallik olsa dahi geçerli değildir⁸⁵⁴. Yetki sözleşmesi yapılabilmesi için ayrıca, kesin bir yetki kuralının bulunmaması gerekir (HMK m. 18/1).

Yetki sözleşmesinin geçerli olabilmesi için yazılı olarak yapılması, uyuşmazlığın kaynaklandığı hukuki ilişkinin belirli veya belirlenebilir olması ve yetkili kılınan mahkeme veya mahkemelerin gösterilmesi şarttır (HMK m. 18/2). Yetki sözleşmesinin yazılı olarak yapılması, geçerlilik şartıdır⁸⁵⁵.

2.7.5. Tahkim

Özel hukuk uyuşmazlıklarının, bağımsız ve tarafsız hakemler tarafından, yargısal bir faaliyet dairesinde çözümlenmesine tahkim denir⁸⁵⁶. Tahkim usulünün, bir alternatif uyuşmazlık çözüm yolu mu, yoksa bir tür özel yargılama mı olduğuna dair farklı görüşler

⁸⁵² Aynı yönde bkz. **Yılmaz**, 70. Karşı yönde **Akkan**, *Pekcanitez Usûl C. I*, 298.

⁸⁵³ **Akkan**, *Pekcanitez Usûl C. I*, 267.

⁸⁵⁴ **Rıza Ayhan**, "Son Değişikliklerle Ticari Davaya ve Ticaret Mahkemelerinin Görev Sahası Hakkında Getirilen Yenilikler", *Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1 (1), (2015), 38.

⁸⁵⁵ **Akkan**, *Pekcanitez Usûl C. I*, 311; **Tanrıver**, 242.

⁸⁵⁶ **Hakan Pekcanitez/Ali Yeşilirmak**, *Pekcanitez Usûl Medenî Usûl Hukuku*, C. III, İstanbul 2017, 2593; Bir diğer tahkim tanımı için bkz. **Yılmaz**, 3619.

serdedilmiştir. Tahkimde, hakemlerin yargısal yetkisinin, devlet mahkemelerindeki hâkimlerin yetkilerinin tamamını kapsamadığı dikkate alınır; tahkimi bir alternatif uyuşmazlık çözüm usulü olarak değerlendirmek gerekecektir⁸⁵⁷. Bununla birlikte hakem kararlarının taraflar için bağlayıcılığı ve tarafların bir uzlaşma çabasından ziyade bir çekişme içinde olması, tahkimin bir tür özel yargılama olduğu görüşünü kuvvetlendirmektedir⁸⁵⁸. Süratle gelişen ve kurumsallaşan tahkim müessesesini, bu tasnif dairesinde değerlendirme çabasının, esasa müteallik bir katkısının söz konusu olmadığı kanaatindeyiz.

Bir uyuşmazlığın, tahkimde çözüleceğinin kararlaştırılabilmesi için; o uyuşmazlığın tahkime elverişli olması gerekir. Kural olarak, tarafların iradesine tâbi meseleler ile alâkalı uyuşmazlıklar tahkime elverişlidir⁸⁵⁹. Tahkime elverişlilik, iç hukuk bakımından HMK m. 408'de; milletlerarası hukuk bakımından ise Milletlerarası Tahkim Kanunu (MTK)⁸⁶⁰ m. 1'de düzenlenmiştir. Her iki kanunî düzenlemede de, taşınmaz mallar üzerindeki aynı haklardan veya iki tarafın iradelerine tabi olmayan işlerden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkime elverişli olmadığı ifade edilmiştir. Binnetice, taşınmaz mallar üzerindeki aynı haklar müstesna olmak üzere; iki tarafın iradelerine tâbi olan işler tahkime elverişlidir. İki tarafın iradesine tâbi olmayan işler, korunması gereken üstün bir menfaatin varlığı hâlinde; mesele, tüketicinin korunması ile alâkalı bir uyuşmazlık bakımından söz konusu olabilir⁸⁶¹. Sermaye piyasası hukukunda kabul gören yatırımcının korunması ilkesi nazara alındığı vakit; üstün bir menfaatin varlığından bahsetmek mümkündür. Bununla birlikte, sermaye piyasası araçlarının satın alınması bir ticarî faaliyeti olduğundan ve fertlerin, yatırımlarının akıbetlerini belirleme noktasında tam bir irade serbestisini haiz olması karşısında; sermaye

⁸⁵⁷ Bkz. **Yaşar Karayalçın**, “Milletlerarası Tahkimde Muhakeme Usulü”, BATİDER, 19 (3), (1998), 5; **Ziya Akıncı**, Milletlerarası Tahkim, 3. Baskı, İstanbul 2013, 9; **Mustafa Serdar Özbek**, Alternatif Uyuşmazlık Çözümü, Ankara 2009, 146.

⁸⁵⁸ **Hakan Pekcanitez**, “Alternatif Uyuşmazlık Çözümleri”, Hukuki Perspektifler Dergisi, Sayı 5 (2005), 14; **Cemal Şanlı**, Uluslararası Ticari Akitlerin Hazırlanması ve Uyuşmazlıkların Çözüm Yolları, 5. Baskı, İstanbul 2013, 437; **Ömer Ekmekçi/Muhammet Özkes/Murat Atalı**, Hukuk uyuşmazlıklarında İhtiyarî ve Zorunlu Arabuluculuk, İstanbul 2018, 9-10.

⁸⁵⁹ **Pekcanitez/Yeşilirmak**, *Pekcanitez Usûl C. III*, 2631.

⁸⁶⁰ R.G. 24453.

⁸⁶¹ Bkz. **Pekcanitez/Yeşilirmak**, *Pekcanitez Usûl C. III*, 2632 ve dn. 102.

piyasası araçlarının ihracından doğan uyuşmazlıklarının tahkime elverişli olduğunun kabulü gerekir⁸⁶².

Uyuşmazlıkların tahkime götürülebilmesi, tarafların aralarında akdettikleri bir tahkim sözleşmesinin varlığına bağlıdır. Tahkim sözleşmesi, tarafların, sözleşme veya sözleşme dışı bir hukuki ilişkiden doğmuş veya doğabilecek uyuşmazlıkların tamamı veya bir kısmının çözümünün hakem veya hakem kuruluna bırakılması hususunda yaptıkları anlaşmadır (HMK m. 412/1). Tahkim sözleşmesinin geçerliliği, yazılı bir şekilde yapılmasına bağlıdır (HMK m. 412/3). Bu bakımdan, ayrı bir sözleşme yahut taraflar arasındaki sözleşmenin bir şartı olarak düzenlenebilir (HMK m. 412/2). İster ayrı bir sözleşme, isterse sözleşmenin bir şartı olarak düzenlensin; usulüne uygun olarak ve tahkim iradesini tam olarak ortaya konulduğu takdirde, geçerli bir tahkim sözleşmesinden bahsetmek mümkündür⁸⁶³. Bu izahat dairesinde geçerli bir tahkim sözleşmesinin; izahnamede veya eklerinde bir tahkim şartı olarak veya yatırımcı ile akdedilecek bağımsız bir sözleşme şeklinde tesis edilmesi mümkündür⁸⁶⁴.

Tahkim, hem iç hukuk, hem de milletlerarası uyuşmazlıkları bakımından uygulama alanı bulan ve son yıllarda rağbet gören bir uyuşmazlık çözüm usulüdür. 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu, 4686 sayılı Milletlerarası Tahkim Kanunu ve uluslararası sözleşmeler tahkimin hukukî dayanaklarıdır⁸⁶⁵. İç hukuk bakımından tahkim, HMK m. 407 ila 444'üncü maddelerde düzenlenmiştir. Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nun 410'uncu maddesine göre; tahkim yargılamasında mahkeme tarafından yapılacağı belirtilen işlerde görevli ve yetkili mahkeme tahkim yeri bölge adliye mahkemesi olarak düzenlenmiştir. Yine aynı düzenlemeye göre; tahkim yeri belirlenmemiş ise görevli ve yetkili mahkeme, davalının Türkiye'deki yerleşim yeri, oturduğu yer veya işyeri mahkemesidir (HMK m. 410).

⁸⁶² Sermaye piyasası uyuşmazlıklarının çözümünde tahkim müessesesinin uygulanmasına dair bir inceleme için bkz. **Elif Demirel Özdemir**, Sermaye Piyasası Uyuşmazlıklarının Alternatif Yöntemlerle Çözümünde Tahkim, T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji Ve Bütçe Başkanlığı Ekonomik Modelleme Ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü – Uzmanlık Tezi, 2019.

⁸⁶³ **Yılmaz**, 3627.

⁸⁶⁴ **Mete Tevetoğlu**, Sermaye Piyasasında Uygulanacak Hukuk ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim, Ankara 2010, 411.

⁸⁶⁵ Milletlerarası tahkime ilişkin olarak, 1991 tarihli ve 3730 say. Kanun ile kabul edilen 1961 tarihli Milletlerarası Tahkime ilişkin Avrupa-Cenevre sözleşmesi, 3731 say. Kanun ile kabul edilen Yabancı Hakem Kararlarının Tanınması ve İcrası Hakkındaki 1958 tarihli New York Sözleşmesi ve Washington Konvansiyonu olarak da bilinen ve 988 tarihinde kabul edilen Devletler ve Diğer Devletlerin Vatandaşları Arasındaki Yatırım Uyuşmazlıkların Çözümlemesi Hakkında Sözleşme'yi (ICSID) zikretmek gerekir.

Tahkim, ad hoc ve kurumsal tahkim olarak iki şekilde tasnif edilir. *Ad hoc* tahkim, tarafların aralarındaki somut bir uyuşmazlığın çözülmesine dair; hakemler, tahkim yeri ve usulü, uygulanacak hukuk kurallarının taraflarca tayin edildiği ve herhangi bir kurumsal yapının aracılığında ya da bünyesinde gerçekleştirilmeyen tahkim yargılamasını ifade eder⁸⁶⁶. Kurumsal tahkim ise, bir kurumun bünyesinde yahut gözetiminde ve o kurum tarafından öngörülen tahkim kuralları dairesinde gerçekleştirilen tahkim yargılamasını ifade eder⁸⁶⁷. Bu tahkim türünde, sözleşmede taraflarca öngörülen hükümlerden sonra; kurumun öngördüğü tahkim kuralları uygulama alanı bulacaktır.⁸⁶⁸.

Kurumsal tahkime örnek olarak, Milletlerarası Ticaret Odası (*International Chamber of Commerce*), Uluslararası Yatırım Uyuşmazlıklarının Çözümü Merkezi (ICSID) ve İstanbul Tahkim Merkezi⁸⁶⁹ gösterilebilir. Kurumsal tahkimin, özellikle yatırımcının korunması ilkesi bağlamında ve izahnameden doğan sorumluluk bakımından faydalı olabileceği kanaatindeyiz. Özellikle bireysel yatırımcılar için ulaşılabilir ve maliyeti öngörülebilir bir kurumsal tahkim müessesesinin hayata geçirilmesi gerektiği kanaatindeyiz⁸⁷⁰. Nitekim SerPK m. 74/2-g'de yer alan düzenlemeye göre Türkiye Sermaye Piyasası Birliği (TSPB), üyelerinin SerPK kapsamında faaliyetlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların tahkim yoluyla çözümüne ilişkin gerekli altyapıyı kurmak ve yönetmekle görevli ve yetkilidir. Bunun gibi, TSPB yahut ISTAC bünyesinde; yatırımcılar ile ihraççılar ve aracı kuruluşlar arasındaki uyuşmazlıkları çözecek bir mekanizmanın tesis edilmesi mümkündür.

2.7.6. Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yolları

Fertler arasındaki hukukî uyuşmazlıkların, bir yargılama faaliyeti neticesinde çözüme kavuşturulması alışlagelen uygulamadır. Yargılama faaliyeti, tabiatı gereği uzun sürmektedir ve çoğu zaman da her iki tarafı tatmin etmeyen bir netice ile sonuçlanabilmektedir. Yargılama faaliyetinin çatışmacı ve çekişmeli mahiyeti, tarafların en

⁸⁶⁶ Şanlı, 287.

⁸⁶⁷ Bkz. Pekcanitez/Yeşilirmak, *Pekcanitez Usûl C. III*, 2610 vd.

⁸⁶⁸ Karayalçın, *Tahkim*, 11. Kurumsal tahkimin fayda ve sakıncaları hakkında bkz. Pekcanitez/Yeşilirmak, *Pekcanitez Usûl C. III*, 2612-2613.

⁸⁶⁹ İstanbul Tahkim Merkezi, 6570 sayılı İstanbul Tahkim Merkezi Kanunu ile kurulmuştur.

⁸⁷⁰ Sermaye piyasası uyuşmazlıklarının çözülmesine dair kurumsal bir tahkim müessesesinin kurulması gerektiği hakkında tafsilatlı öneriler için bkz. Demirel Özdemir, 130 vd.

az birinin kaybettiği bir süreci ifade eder. Oysaki ticarî hayatta, her iki tarafın kısmen de olsa kazançlı çıkabileceği, süratli ve ucuz bir çözüm yolu; herkesin menfaatine olacak şekilde teşekkül ettirilebilir.

Yargılama faaliyeti dışında kalan ve ülkemizde uygulama alanı bulan başlıca iki tür alternatif uyuşmazlık çözüm yolu ön plana çıkar: Müzakere ve arabuluculuk⁸⁷¹. Müzakerede, iki farklı menfaat sahibi, ortak bir karara varmak için, karşılıklı bir temas içindedirler⁸⁷². Bu bakımdan müzakerede; taraflar hem usul, hem de netice üzerinde tasarruf hakkını haizdir⁸⁷³. Müzakere, karşılıklı pazarlık esasına dayanır; kural olarak müzakereye, bir üçüncü kişi dâhil olmaz⁸⁷⁴.

Bir diğer alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemi olan ve ülkemizde uygulama alanı gün geçtikçe artan arabuluculuk ise, Hukuk Uyuşmazlıklarında Arabuluculuk Kanunu m. 2’de şu şekilde tanımlanmaktadır: “*Sistemik teknikler uygulayarak, görüşmek ve müzakerelerde bulunmak amacıyla tarafları bir araya getiren, onların birbirlerini anlamalarını ve bu suretle çözümlerini kendilerinin üretmesini sağlamak için aralarında iletişim sürecinin kurulmasını gerçekleştiren, tarafların çözüm üretmediklerinin ortaya çıkması hâlinde çözüm önerisi d getirebilen, uzmanlık eğitimi almış olan tarafsız ve bağımsız bir üçüncü kişinin katılımıyla ve ihtiyarî olarak yürütülen uyuşmazlık çözüm yöntemi*”. Kural olarak arabuluculuk, yabancılık unsuru taşıyanlar da dâhil olmak üzere, tarafların üzerinde serbestçe tasarruf edebilecekleri iş veya işlemlerden doğan özel hukuk uyuşmazlıklarının çözümlenmesinde uygulanabilecektir (HUAK m. 1/2). Çekişmesiz yargı işleri, boşanma ve babalık davası gibi aile hukukunda özgü davalar, iflas davaları gibi davaların arabuluculuğa elverişli olmadığını ifade etmek gerekir⁸⁷⁵.

⁸⁷¹ **Muhammet Özekes**, Pekcanitez Usûl Medenî Usûl Hukuku, C. III, İstanbul 2017, 2809. Bunların dışında, ülkemizde uygulanması nadir olan veya söz konusu olmayan vakıaların saptanması, kısa duruşma, tarafsız ön değerlendirme, kısa jüri yargılaması ve arabuluculuk-tahkim gibi alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleri de bulunmaktadır. Bkz. **Ekmekçi/Özekes/Atalı**, 12 vd.

⁸⁷² **Ekmekçi/Özekes/Atalı**, 11.

⁸⁷³ **Özekes**, Pekcanitez Usûl C. III, 2805.

⁸⁷⁴ **İbrahim Özbay**, “*Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yöntemleri*”, Erzincan Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi, 10 (3-4), (2006), 471; **Süha Tanrıver**, “*Hukuk Uyuşmazlıkları Bağlamında Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yolları Ve Özellikle Arabuluculuk*”, TBB Dergisi, Sayı 64 (2006), 160.

⁸⁷⁵ **Ferhat Yıldırım**, “*Türk Hukuk Sisteminde Alternatif Bir Çözüm Yolu Olarak Arabuluculuk*”, International Journal of Social Sciences and Education Research, 2 (3), (2006), 751.

Arabuluculuk, yargısal yollara nazaran birtakım avantajlar sağlar. Arabuluculukta uyuşmazlık daha kısada çözülür, daha az masraflıdır, gizlilik esastır ve karşılıklı görüşmeler neticesinde her iki tarafında tatmin olabileceği bir neticeye ulaşma ihtimali daha yüksektir⁸⁷⁶. Özellikle ticarî uyuşmazlıklar bakımından, arabuluculuk sürecindeki gizlilik esasının, bu uyuşmazlık çözüm yöntemini; yargısal yollara nazaran daha cazip kıldığı ifade edilebilir.

Arabuluculuğa başvurmak, kural olarak ihtiyarîdir ve gönüllülük esasına dayanır⁸⁷⁷. Taraflar, arabulucuya başvurmak, süreci devam ettirmek, sonuçlandırmak veya bu süreçten vazgeçmek konusunda serbesttirler (HUAK m. 3/1). Arabuluculuk müessesesinin isteğe bağlı olması, taraflara bir çözümün dayatılmaması; bunun yerine, çözümün her iki tarafın da iradesi ve kontrollü altında olmasını da beraberinde getirir⁸⁷⁸. Bu bakımdan zorunlu arabuluculuğun, arabuluculuk müessesesinin amaç ve ruhuna aykırı olduğu ifade edilmiştir⁸⁷⁹. Buna karşın İş Mahkemeleri Kanunu m. 3/1’de yer alan düzenlemeye göre; kanuna, bireysel veya toplu iş sözleşmesine dayanan işçi veya işveren alacağı ve tazminatı ile işe iade talebiyle açılan davalarda, arabulucuya başvurulmuş olması dava şartı olarak düzenlenmiştir.

7155 sayılı Kanun ile zorunlu arabuluculuk müessesesi, Türk Ticaret Kanunu’nda ticarî davalarda uygulanmak üzere dâhil edilmiştir (TTK m. 5/A). Düzenlemeye göre, konusu bir miktar paranın ödenmesi olan alacak ve tazminat talepleri hakkında dava açılmadan önce arabulucuya başvurulmuş olması bir dava şartı olarak kabul edilmiştir. Arabuluculuğun dava şartı olarak düzenlenmesi hâlinde; arabuluculuk sürecine dair 6325 say. HUAK m. 18A’da yer alan esaslar uygulama alanı bulacaktır.

İzahnameden doğan sorumluluk davasının bir ticarî dava olarak kabulü karşısında; izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler nedeniyle zarara uğrayan yatırımcılar, sorumluluk davası açarken, arabuluculuk faaliyeti sonunda anlaşmaya varılamadığına ilişkin son tutanağın aslını veya arabulucu tarafından onaylanmış bir

⁸⁷⁶ **Ekmekçi/Özekes/Atalı**, 19; **Yıldırım**, 750 vd.

⁸⁷⁷ **Yıldırım**, 752; **Gizem Ersen Perçin**, “*Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yöntemlerinden Arabuluculuğun Hukuksal Düzenlemelerdeki Yeri*”, *Public and Private International Law Bulletin*, 31 (2), (2011), 182.

⁸⁷⁸ **Ekmekçi/Özekes/Atalı**, 25; **Yıldırım**, 750; **Tanrıver**, *Arabuluculuk*, 166.

⁸⁷⁹ Bunun yanı sıra zorunlu arabuluculuk uygulamasının sadece yargının iş yükünün azaltılması amacıyla ihdas edildiği ve Anayasaya aykırılığı hakkında bkz. **Ekmekçi/Özekes/Atalı**, 27.

örneğini dava dilekçelerine eklemek zorundadırlar (HUAK m. 18A/2). Bu zorunluluğa uyulmaması hâlinde mahkemece davacıya, son tutanağın bir haftalık kesin süre içinde mahkemeye sunulması gerektiği, aksi takdirde davanın usulden reddedileceği ihtarını içeren davetiye gönderilir. İhtarın gereği yerine getirilmez ise dava dilekçesi karşı tarafa tebliğe çıkarılmaksızın davanın usulden reddine karar verilir (HUAK m. 18A/2). Hukuk Uyuşmazlıklarında Arabuluculuk Kanunu m. 18A'da düzenlenen dava şartının, HMK m. 115/2'de düzenlenen gider avansı yatırılması veya gerekli hâllerde teminat gösterilmesi gibi sonradan tamamlanabilen bir dava şartı olmadığına dikkat etmek gerekir. Bu bakımdan, davacıya arabuluculuğa başvurması için ek süre verilmez. Bununla birlikte, HMK m. 115/3'deki düzenlemeye göre; dava şartı noksanlığı, mahkemece, davanın esasına girilmesinden önce fark edilmemiş, taraflarca ileri sürülmemiş ve fakat hüküm anında bu noksanlık giderilmişse, başlangıçtaki dava şartı noksanlığından ötürü, dava usulden reddedilemez⁸⁸⁰.

Taraflarca aralarında bir tahkim sözleşmesi varsa; zorunlu arabuluculuk hükümleri uygulanmaz (HUAK m. 18A/18). Bununla birlikte taraflar, isteğe bağlı olarak arabuluculuğa başvurabilirler⁸⁸¹.

⁸⁸⁰ İlker Koçyiğit/Alper Bulur, Ticari Uyuşmazlıklarda Dava Şartı Arabuluculuk, 2019, 48.

⁸⁸¹ Koçyiğit/Bulur, 65.



SONUÇ

İzahnameden doğan sorumluluk, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinde düzenlenmiştir. Müessesenin nazarı mehazi, Amerika Birleşik Devletleri hukuku olmakla beraber; *İzahnamede doğan sorumluluk* kenar başlıklı 10'uncu madde ve *Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk* kenar başlıklı 32'nci maddenin ihdaslarında, Avrupa Birliği müktesebatına uyum hedefinin somut ve güncel etkileri de görülmektedir. Bu bakımdan, müessese Türk hukuku için oldukça yenidir; tabii olarak, öğretilerde de konu üzerinde çok fazla durulmamıştır.

İzahnameden doğan hukukî sorumluluk, esasında kamuyu aydınlatma ilkesinin tatbikî bir tezahürüdür; bu bakımdan, kamuyu aydınlatma ilkesinin tebarüz ve tekâmül süreci, bir bakıma sermaye piyasalarının da tarihçesi ne karşılık gelir. İlkenin ilk hüzmeleri olarak, ABD hukukundaki *mavi gök kanunları* (*blue sky laws*) emsal gösterilmektedir; lakin bu kanunlarda, kamuyu aydınlatma anlayışından ziyade izin sisteminin etkileri görülmüştür. Bu yönüyle bu kanunlar, yatırımcıları korumak amacıyla onları bir tür vesayet altına alan ve menkul kıymet ticaretini son derece sınırlayan düzenlemeler mahiyetindedir. Bu hâlde, kamuyu aydınlatma ilkesini, tüm nazarı esasları ile birlikte ihtiva eden ilk kanunî düzenleme; 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (*The Securities Act of 1933*)'dur. Kanun için, çürük yumurtalar kanunu benzetmesi yapılmaktadır; nitekim çürük olduklarını beyan ettikten sonra, bu yumurtaları halka satmakta, kural olarak herhangi bir beis yoktur. 1933 tarihli Kanun'da, tam ve etkin bir bilgilendirme zorunlu kılınmıştır; fakat arz edilen bilgilerin yahut menkul kıymetlerin kalitesinin ve güvenilirliğinin kamu otoritesi tarafından garanti edilmesi söz konusu değildir.

Türk hukukunda da kamuyu aydınlatma ilkesi, benzer bir süreç neticesinde gelişmiştir. Bilgilendirme esaslı düzenlemelerin ilk örneği olarak, 1850 tarihli Kanunname-i Ticaret'te yer alan ticarî defterlerle alâkalı hükümler olarak gösterilebilirse de; şüphesiz ki bu düzenlemenin modern kamuyu aydınlatma ilkesine uzak olduğunu ifade etmek gerekir. 1906 tarihli Eshâm ve Tahvilât Borsası Nizamnamesi, 1926 ve 1956 tarihli ticaret kanunları ve 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu'nu da bu kapsamda değerlendirmek mümkündür. 1981 tarihli 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda da, 1992 tarihli değişikliklere kadar; izin sisteminin cârî olduğu genel bir kabuldür.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda, 3794 sayılı Kanunla 1992 tarihinde yapılan değişikliklerle; izin sisteminden, kamuyu aydınlatma sistemine geçilmiştir. Bu tarihten itibaren, sermaye piyasası araçlarının halka arzı için Kuruldan izin alınması değil; sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınması gerekmektedir. Bu bakımdan, Kurul'un halk arz veya ihraç başvurularını inceleme yetkisinin kapsamı, açıklama yükümlülüğünün gereği gibi yerine getirilip getirilmediği ile sınırlandırılmıştır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde açıklanacak bilgilerin aslı muhatapları, kural olarak yatırımcılardır. Bununla birlikte açıklamalardan, şirket çalışanları, yöneticiler, müşteri ve tedarikçiler ile alacaklılar da faydalanacaktır. Bu bakımdan, kurallara bağlanmış bir zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, tüm ilgi çevreleri için derli toplu, güvenilir ve bütüncül bir bilgilenme imkânı sağlayacaktır. Bu bilgiler; gerçek, tam, anlaşılabilir, tarafsız, mukayese edilebilir ve bağımsız denetimden geçmiş olmalıdır.

Kamuyu aydınlatma ilkesine dair nazari ve tatbiki zaviye, yatırımcıların aydınlatılması bakımından son derece kapsamlı birtakım yükümlülüklerle işaret eder. Bununla birlikte insanın idrâk kabiliyeti, yaratılış gereği sınırlıdır. Bu bakımdan arz edilecek bilgiler, insan fitratından kaynaklanan bilişsel sınırları aşmamalıdır; aksi hâlde, bilgi yoğunluğu altında ezilen fertler, bu bilgiyi gereği gibi idrâk edemeyeceklerdir. Bilgi taşkınlığı olarak ifade edilebilecek bu sorunun başlıca sebeplerinden biri; zorunlu kamuyu aydınlatma rejimi kapsamında öngörülen bilgilendirme yükümlülüklerinin; mevzuat tarafından günden güne genişletilmesidir. Bu sorun karşısında; bilgilendirme yükümlülüklerinin kapsamını genişletmenin; daha iyi bir aydınlatma sağlayacağına dair kabulün gerçeğe aykırı bir önyargı olduğu ifade edilmelidir.

Nitekim zorunlu kamuyu aydınlatma rejimine karşı, uzun bir süredir ciddi tenkitler söz konusu olmuştur. Zorunlu kamuyu aydınlatma rejiminin işlevselliğinin ampirik çalışmalarda; ABD'deki 1933 ve 1934 tarihli kanunlarla beraber; daha iyi bir bilgi piyasası oluştuğunu kanıtlayacak herhangi bir verinin mevcut olmadığı ifade edilmiştir. Bunun gibi, yatırımcıların açıklanan bilgileri takip etme motivasyonları ve anlama kabiliyetlerinin sınırlı olması kamuyu aydınlatma ilkesinde dair eleştirilerden bir diğeridir. Zorunlu ve kapsamlı bir bilgilendirme yükümlülüğünün; bilginin üretilmesi ve açıklanması bakımından, nitelikli ve uzman personel istihdam etmeyi gerektireceği; bu bakımdan, masraflı ve meşakkatli olduğu ileri sürülmüştür. Kanaatimizce, zorunlu kamuyu

aydınlatma rejimine yönelik tenkitlerin genel karakteri, zorunlu kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik köktenci bir karşı çıkıştan ziyade; ilkenin uygulanması noktasındaki aksaklılara dikkat çekmeye matuftur. Bu bakımdan ileri sürülen bu tenkitleri, sistemin iyileştirilmesi açısından birer tavsiye olarak telakki etmek yerinde olacaktır.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin, halka arz sürecindeki tatbikî tezahürü, bir kamuyu aydınlatma belgesi niteliğindeki izahnamedir. İzahname, SerPK m. 3/1-j'de tanımlanmış olup; ayrıntılı hususlar ise II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nde düzenlenmiştir. Bu esaslar dairesinde, Kurul tarafından hazırlanan ve Kurul'un internet sitesinde yayımlanan izahname formatları ve kullanım kılavuzları ise izahnamenin hazırlanması ile alakalı yeknesak bir standardın tesisini sağlamıştır. Böylece Kurul, izahname hazırlama yükümlülerinin hata yapma ihtimallerini en aza indirmeyi hedeflemiştir. Bu esastan olmak üzere, izahnamenin içeriğinde yer alması öngörülen bilgiler; büyük ölçüde Kanun, Tebliğ ve Kurul'un izahname standartları çerçevesinde belirlenecektir. Bu noktada önemli olan, izahnamede arz edilecek bu bilgilerin; gerçek, tam, anlaşılabilir, tarafsız, mukayese edilebilir ve bağımsız denetimden geçmiş olmasıdır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasında, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden doğan zararlardan kimlerin sorumlu olacağı sınırlı şekilde sayılmıştır. Bunlar; ihraççı, halka arz eden, halka arza aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleridir.

İhraççılar SerPK m. 3/1-h'de, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişiler ve Sermaye Piyasası Kanununa tâbi yatırım fonları olarak tanımlanmıştır. Tüzel kişiler ifadesi, hem özel hukuk; hem de kamu tüzel kişilerini kapsamaktadır. Bu bakımdan tipik ihraççılar, anonim şirketlerdir. Limited şirketlerin pay devir usulü, kooperatiflerin ise ortak sayısının ve sermaye miktarının değişkenliği dikkate alındığında; bunların sermaye piyasası aracı ihraç edebilmeleri mümkün değildir. Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin teorik olarak ihraççı sıfatını haiz olması mümkünse de; bu yönde bir uygulama pratikte söz konusu değildir. Bu noktada, Kanun, Tebliğ ve Kurulca yayımlanan standartlara göre hazırlanmayan ve Kurul tarafından tasdik edilmeyen; bununla birlikte sözleşmenin kurulması için lâzım olan esaslı unsurları içeren her türlü basılı yahut görsel beyanların, izahnameden doğan sorumluluğa ait hukukî koruma rejiminden faydalanıp

faydalanamayacakları kanaatimizce tartışılmalıdır. Bu esastan olmak üzere, Sermaye Piyasası Kanunu'nun "*Kısaltmalar ve tanımlar*" kenar başlıklı 3'üncü maddesine, aşağıdaki tanımın eklenmesinin yerinde olacağı kanaatindeyiz:

"İhraççı sayılanlar: Kanun, Kurul tebliğleri ve izahname standartlarına uymaksızın ve Kurula herhangi bir başvuru yapmaksızın, Kurulca sermaye piyasası aracı mahiyetinde kabul edilebilecek evrak yahut sözleşmeleri halka satacağını; sirküler, gazete, radyo, televizyon, internet veya diğer araçlarla halka ilân eden kişileri ..."

Bu bağlamda, bir diğer teklifimiz de "*gayrinizamî izahname*" başlığı altında sunulmuş olup; şu ifadenin Kanun metnine eklenmesi noktasındadır:

"Bir kamuyu aydınlatma belgesinde arz edilen esaslı bilgileri değiştirecek mahiyetteki tüm açıklamalar, ayrı bir kamuyu aydınlatma belgesi kabul edilir".

İhraççı dışındaki bir diğer muhtemel sorumlu halka arz edenlerdir. Halka arz edenlerin, izahnamenin hazırlanmasında kullanılan bilgileri büyük ölçüde ihraççıdan sağlayacağından bahisle, bunların sorumlu olmaması gerektiği görüşüne katılmıyoruz. Lider aracı kuruluşlar ise, ruhsata bağlı olarak çalışan uzmanlık kuruluşları oldukları için; yüksek bir araştırma ve özen yükümlülüğü standardına tâbidirler. Bu bakımdan, lider aracı kuruluşların araştırma ve özen yükümlülüklerini yerine getirdiklerin bahisle (*due dilligence defence*) sorumluluktan kurtulabilmeleri sınırlı bir imkân olarak karşımızdadır. Garantörün sorumluluğu ise, kusura dayanmayan bir netice sorumluluğudur; bu bakımdan garantörün kusursuz olduğunu ispatlamak suretiyle sorumluluktan kurtulması söz konusu değildir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrasındaki düzenlemede; muhtemel sorumlular arasında ihraççının yönetim kurulu üyelerine yer verilmekle beraber; ihraççının diğer yöneticilerinden söz edilmemiştir. Kanaatimiz odur ki; ihraççının yöneticileri ve hatta fiilî organları da, SerPK'da düzenlenen sorumluluk rejimine dâhil edilmelidir. Bu noktada, SerPK m. 10/1'de sayılan sorumlular arasına, "*yöneticiler*" ve fiilî organları kapsayacak şekilde "*izahnamenin hazırlanmasına herhangi bir şekilde katkı sunan gerçek ve tüzel kişiler*" ibarelerini eklemek yeterli olacaktır.

İzahnameden doğan sorumluluğun söz konusu olabilmesi için; izahnamede yer alan bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması gerekir. Bu, tipik hukuka aykırı davranıştır.

Bunun yanı sıra, hukuka aykırı davranışın sorumluluğa sebebiyet vermesi için, zarara yol açması ve zarar ile hukuka aykırılık arasında illiyet bağının varlığı şarttır. İlliyet bağının iki yönü vardır: İşlem nedenselliği ve zarar nedenselliği. Hukuka aykırı fiil ile zarar arasındaki illiyet bağının ortaya konulabilmesi için, işlem nedenselliğinin yanı sıra zarar nedenselliğinin ispat edilmesi gerektiği yönündeki kabul; ABD hukukunda yaşanan uzun bir süreç neticesinde söz konusu olabilmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32'nci maddesinin 4'üncü fıkrasındaki düzenlemede; bir illiyet bağı karinesi öngörülmüştür. İlliyet bağı karinesinin uygulama alanı bulabilmesi için; izahnamenin geçerlilik süresi içinde, gerçek ve tam bilginin ortaya çıkmasından hemen sonra yatırımcının sermaye piyasası aracını satması gerekir. Bu karinenin aksi her zaman ispat edilebilir. Nitekim SerPK m. 32/5'de; illiyet bağı karinesinin aksinin ispat edilebileceği hâller, örnek kabilinden sayılmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10'uncu maddesinin 1'nci fıkrasındaki düzenlemede; ikinci dereceden sorumluların müteselsil sorumlu olup olmadıkları hususunda herhangi bir açıklık yoktur. Mamâfih SerPK m. 10/1, hem kaleme alınış tarzı ile TTK m. 557/1 ile paralellik arz eder; hem de madde gerekçesinde ifade edildiği üzere, 6102 sayılı TTK'daki sorumluluk rejimine uyum sağlandığı ifade edilir. Bunun yanı sıra, ikinci dereceden sorumlular için, kusurlarına ve durumun gereklerine göre de bir değerlendirilme yapılması gereği; bir bakıma farklılaştırılmış teselsüle işaret etmektedir.

İzahnameden soğan sorumlulukta, ihraççı dışındaki ikinci dereceden sorumlular için öngörülen araştırma ve özen yükümlülüğüne dair savunma imkânlarını; izahnamenin ihtisasî ve ihtisasî olmayan kısımları için ayrıca değerlendirmek gerekir. İhtisasî kısım kavramı, ABD mevzuatında tanımlanmıştır. Muhasebeci, mühendis, değerlendirme uzmanı ya da kamu otoritesi tarafından kendisine yetki verilmiş herhangi bir kimse tarafından hazırlanmış ya da tasdik edilmiş ve rızası alınarak izahnameye derç edilmiş kısımları, ihtisasî kısımlar olarak kabul etmek gerekir. İhtisasî ve ihtisasî olmayan kısım ayrımının önemi; muhtemel sorumluların araştırma ve özen yükümlülüğü standartlarının belirlenmesinde kendini gösterir. Bir uzmanın hazırlaması ve tasdikine bağlı ihtisasî kısımlar için; daha düşük bir araştırma ve özen yükümlülüğü standardının kabul edilmesi tabiidir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32'nci maddesinin 7'nci fıkrasındaki düzenlemeye göre; kamuyu aydınlatma belgelerinden (izahnameden) doğan sorumluluğu hafifleten ya da kaldıran anlaşmalar, hüküm veya ifadeler geçersizdir. Benzer hükümler, ABD (The Act of 1933 Sec. 14), hem de Alman hukukunda (WpPG § 25/1) cârîdir.

İzahnameden doğan sorumluluk müessesesi, Türk hukukunda SerPK m. 10 ve 32'de düzenlenmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nda, izahnamede yer alan hukuka aykırı bilgiler nedeniyle kimlerin sorumlu olduğu, illiyet bağı karinesi, kusur ve ispat yükü ile zamanaşımı gibi hususlar düzenlenmiş; bu hususlar ile alâkalı genel hükümlere müracaat etmeye, büyük ölçüde gerek kalmamıştır. Yine de, SerPK'da hüküm bulunmayan hâllerde uygulanacak esasların tespiti bakımından, izahnameden doğan sorumluluğun hukukî niteliğine değinmek gerekir. İzahnameden doğan sorumluluğun hukukî niteliği ile alâkalı olarak; hem yabancı, hem de Türk öğretisinde farklı birtakım görüşler ileri sürülmüştür. Bu görüşler, izahnameden doğan sorumluluğun bir tür haksız fiil, sözleşme, güven yahut culpa in contrahendo sorumluluğu olduğu yönündedir. Kanaatimizce izahnameden doğan sorumluluk bakımından, SerPK m. 10/1 hükmünde zikredilen muhtemel sorumlularla zarar gören yatırımcı arasındaki hukukî ilişkinin mahiyetini değerlendirmek gerekir. Sorumluluk izafe edilecek kimselerden olan ihraççı ile yatırımcı arasındaki hukukî ilişki, bir satım sözleşmesine dayanabileceği gibi; aracı kuruluşların meslekî konumları itibariyle yatırımcılarda yarattıkları güven dikkate alınır, bilgi vermeden dolayı üçüncü kişiye karşı sorumlu olabilecekleri de ifade edilebilir.

İzahnameden doğan sorumluluk davası, TTK m. 4/1-e'de yer alan düzenlemeye göre mutlak bir ticarî davadır. Bu bakımdan dava, ticaret mahkemelerinde görülecektir. 7155 sayılı Kanun ile Türk Ticaret Kanunu'na, ticarî davalarda uygulanmak zorunlu arabuluculuk müessesesi dâhil edilmiştir (TTK m. 5/A). İzahnameden doğan sorumluluk davasının bir ticarî dava olarak kabulü karşısında; izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler nedeniyle zarara uğrayan yatırımcılar, sorumluluk davası açarken, arabuluculuk faaliyeti sonunda anlaşmaya varılamadığına ilişkin son tutanağın aslını veya arabulucu tarafından onaylanmış bir örneğini dava dilekçelerine eklemek zorundadırlar (HUAK m. 18A/2).

KAYNAKLAR

- A Reappraisal of Federal Administrative Policies Under the '33 and '34 Acts (1969). (*The Wheat Report*).
- AB Perspektifinden TTK Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri - Uluslararası Konferans (Ed. Özkorkut, K.), 16-17 Aralık 2007.
- Action Plan on Building a Capital Markets Union (**European Commission**), Brussels, 30.9.2015 (*Action Plan*).
- Adıgüzel, B. (2017). “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, 3 (1), (2017), 1-8 (*Sermaye Piyasası Araçları*).
- Adıgüzel B. (2010). “Türk Sermaye Piyasasında Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Varant”, **Erzincan Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi**, 14 (3-4), (2010), 227-267 (*Varant*).
- Ahıska, A. (1968). “Sermaye Piyasasının Teşekkülü Yönünde Alınması Gereken Mali Tedbirler”, **Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve Menkul Kıymetler Borsası'nın Rolü**, İstanbul.
- Akbulak, Y. ve Akbulak, S. (2004). **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**.
- Yavuz, C., Acar, F. ve Özen, B. (2013). **Borçlar Hukuku Dersleri (Özel Hükümler)**, 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu’na Göre Güncellenmiş ve Yenilenmiş 12. Baskı, İstanbul.
- Akerlof, G. A. (1970). “The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, **The Quarterly Journal of Economics**, 84 (3), 488-500.
- Akıncı, Z. (2013). **Milletlerarası Tahkim**, 3. Baskı, İstanbul.
- Aksoyak, M. (2016). **Anonim Şirketlerde Fiili Yönetim Kurulu Üyeliği**, Ankara Üni. Sosyal Bilimler Ens., Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Aktaş, M. M. (2016). “Ticari İşletme Menkul Kıymetleştirilmesi”, **İnönü Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi**, 7 (1), 1-46.
- Allison, J. R. (1970). “Section 11 of The Securities Act - A Proposal For Allocating Liability” [Comments], **Washington Law Review**, 45 (95), 95 -129.
- Altun, O. (2013). “Nasıl Bir Düzenleme? Aksak Piyasa Yaklaşımı Çerçevesinde Düzenleyici Kurumların Tavrı”, **Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan**, Ankara, 187-210.

- Altınöz, U. (2014). “*Egemen Neo Klasik İktisata Eleştirel Yaklaşım Post Otistik İktisat ve 2008 Ekonomik Krizinin Post Otistik Analizi*”, **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 7 (29), 14-22.
- Ansary, T. (1975). **Anonim Şirketler Hukuku**, Beşinci Baskı, Ankara.
- Antalya, O. G. (2012). **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul.
- Antelo, M. ve Peon, D. (2012). **Financial Markets**, New York.
- Apak, S. ve Taşçıyan, K. H. (2010). “*Kurumsal Yönetim ilkeleri ve Türkiye Uygulaması*”, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler, **Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu** (25-26 Haziran).
- Arı, Z. (1992). **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu**, Yüksek Lisans Tezi, Cumhuriyet Üni. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas.
- Arkan, S. (1976). **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimi**, Ankara (*Dış Denetim*).
- Arkan, S. (2013). **Ticarî İşletme Hukuku**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş Onsekizinci Baskı, Ankara (*Ticarî İşletme*).
- Arsebük, E. (1943). **Borçlar Hukuku Birinci Cilt**, İkinci Basım, İstanbul.
- Arslanlı, H. (1959). **Anonim Şirketler I**, 2. Bası, İstanbul (*Anonim Şirketler I*).
- Arslanlı, H. (1960). **Anonim Şirketler II-III**, İstanbul (*Anonim Şirketler II-III*).
- Arslanlı, H. (1958). “*Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliği*”, **İÜHF Mecmuası**, 23 (3-4), 248-290 (Pay Sahipliği).
- Arsoy, A. P. (2008). “*Kurumsal Şeffaflık ve Muhasebe Standartları*”, **Afyon Kocatepe Ü. İ.İ.B.F. Dergisi**, 10 (2), 17-35.
- Assman, H. und Schütze, R. A. (2015). **Handbuch des Kapitalanlagerechts**, 4. Neubearbeitete Auflage.
- Auffenorde, J. E. (1969). **A Historical Study of the Evolution of the Prospectus under the Securities Act of 1933**, A Thesis presented to The Faculty of the Graduate School of Bussines Administration Duquesne University.
- Ayhan, R. (2015). “*Son Değişikliklerle Ticari Dava ve Ticaret Mahkemelerinin Görev Sahası Hakkında Getirilen Yenilikler*”, **Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 1 (1), 13-64.
- Ayhan, R. ve Çağlar, H. (2017). **Ticari İşletme Hukuku Genel Esaslar**, Tamamen Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 10. Bası, Ankara.
- Ayoğlu, T. (2009). “*İzahnameden Doğan Sorumluluk*”, **İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri**, İstanbul, 639-658 (*Sorumluluk*).

- Ayoğlu, T. (2008). **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul (*Halka Arz*).
- Aytaç, Z. (1988). “*Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar*”, **BATİDER**, 14 (3), 37-62.
- Aytaç, Z. (2001). “*Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?*”, **Rekabet Kurumu** Perşembe Konferansları Yayınları.
- Bahtiyar, M. (2014). **Ortaklıklar Hukuku**, 8. Bası, İstanbul.
- Bakkalıcı, Ş. M. (2009). “*Avrupa Birliği’nde İçerden Öğrenenlerin Ticareti ile İlgili Hukuki Düzenlemeler*”, **Aksaray Ü. İİBF Dergisi**, 1 (1), 41-56.
- Barlas, N. (2012). **Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri**, İstanbul.
- Bayraktar, A. (2012). “*Etkin Piyasalar Hipotezi*”, **Aksaray Üniversitesi İİBF Dergisi**, 4 (1), 37-47.
- Beaver, W. H. (1981). **Financial Reporting: An Accounting Revolution**.
- Benston, G. J. (1973). “*Required Disclosure and the Stock Market An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*”, **The American Economic Review**, 63 (1), 132-155 (*Evaluation of the Act of 1934*).
- Benston, G. J. (1969). “*The Value of the SEC’s Accounting Disclosure Requirements*”, **The Accounting Review**, 44 (3), (1969), 515-532 (*Disclosure Requirements*).
- Berney, C. (1990). “*How to Issue Covered Warrants in London and Paris*”, **International Financial Law Review**, 9 (6), 14-19.
- Beşirli, M. (2009). “*Osmanlı’da Borsa Dersaadet Tahvilât Borsasından Eshâm ve Tahvilât Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri*”, **Fırat Ü. Sosyal Bilimler Dergisi**, 19 (1), 185-208.
- Bourdieu, P. (1986). “*The Forms of Capital*”, **Handbook of Theory and Research for the Sociology of Education**, (Ed. J. Richardson), New York.
- Bozer, A. ve Göle C. (2013). **Kıymetli Evrak Hukuku**, 3. Bası, Ankara.
- Brandies, L. D. (1913). “*What Publicity Can Do*”, **Harper’s Weekly**, (December 20), 10-13.
- Bunch, G. P. (1983). “*Marine Bank v. Weaver: What Is a Security?*”, **Mercer Law Review**, 34 (3), 1017-1043.
- Burn, L. (2008). “*Disclosure in the EEA securities markets-making sense of the puzzle*”, **Capital Markets Law Journal**, 3 (2), 139-153.
- Buckland, M. K. (1997). “*What is a ‘Document’?*”, **Journal of the American Society of Information Science**, 48 (9), 804-809.

- Carbonare, M. G., Harrer, H., Spillmann, T. and Wirth, F. (2008). “*Liability and Due Diligence in connection with Equity Securities Offerings*”, Einzelheft «Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen» Zürich/St. Gallen (2), 119-141.
- Can, M. (2012). **Kıymetli Evrak Hukuku**, 2. Bası, Ankara.
- Casson, M. and Lee J. S. (2011). “*The Origin and Development of Markets A Business History Perspective*”, **Business History Review**, 85 (1), 9-37.
- Chambers, D. and Dimson, E. (2016). **Financial Market History**.
- Chambers, N. R. (1998). **Türev Piyasalar**, İstanbul.
- Clement, R. W. (2005). “*The lessons from stakeholder theory for U.S. business leaders*”, **Business Horizons**, 48 (3), 255-264.
- Curnin, P. C. and Christine, M. F. (2000). “*The Critical Issue of Standing Under Section 11 of the Securities Act of 1933*”, **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, 6 (1), 155-206.
- Coffee, J. J. (2005). “*Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*”, **The Business Lawyer**, 60 (2), 533-548.
- Çakıcı, L. (1983). “*Türkiye’nin Ekonomik Gelişmesinin Süratlendirilmesi İçin Sermaye Piyasası ve Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar*”, **Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Semineri** Türkiye Tütüncüler Bankası A.Ş. (24-25 Ekim).
- Çamurcu, E. (2015). **Anonim Ortaklıklarda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi Uyarınca Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluklarının Belirlenmesi**, İstanbul.
- Çapanoğlu, M. B. (1993). **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul.
- Çatakoğlu, B. (2016). Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk”, **Kastamonu Ü. İİBF Dergisi**, s. 11, 18-13 (*Sorumluluk*).
- Çatakoğlu, B. (2016). **Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları**, (*Borçlanma Araçları*).
- Çelik, O. (2007). **İşletmelerde Muhasebe Bilgisi ve Şirket Demokrasisi**, Ankara.
- Çete, E. (2013). Yatırımcı Mağduriyetinin Giderilmesinde ABD Fair Fund Uygulamasının Türkiye İçin Analizi, **SPK Yeterlilik Etüdü**, Ankara.
- Çetin, N. (2011). “*Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi*”, **Gazi Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi** 15 (1), (*Yatırımcının Korunması*).
- Çetin, N., Töremiş, H. B. ve Cantimur, Z. (2014). **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistemantik Analizi**, Ankara.
- Davidoff, S. M. and Hill, C. A. (2013). “*Limits of Disclosure*”, **Seattle University Law Review**, 36 (2), 599-637.

- Delice, G., Doğan, A. ve Uzun, A. M. (2004). “*Finansal Regülasyon ve Piyasa Disiplini*”, **C. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 5 (1), 100-130.
- Demirel Özdemir, E. (2019). **Sermaye Piyasası Uyuşmazlıklarının Alternatif Yöntemlerle Çözümünde Tahkim**, T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji Ve Bütçe Başkanlığı Ekonomik Modelleme Ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi.
- Demircioğlu, H. R. (2009). **Güven Esası Uyarınca Sözleşme Görüşmelerindeki Kusurlu Davranıştan Doğan Sorumluluk (Culpa In Contrahendo Sorumluluğu)**, Ankara.
- Demirkan, U. (1982). “*Bankerler Olayı*”, **Maliye Dergisi**, Kasım-Aralık (1982), 25-40.
- Domaniç, H. (1988). **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi II**, İstanbul.
- Domaniç, H. (1973). “*Tahvil Senetleri*”, **BATİDER**, 7 (2), 311-356 (*Tahvil Senetleri*).
- Douglas, W. O. (1934). “*Protecting the Investor*”, **Yale Law Review**, 23 (3), 522-533.
- Duman, H. (2011). “*Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri İMKB’de Bir Uygulama*”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, S. 50, 95-132.
- Durak, İ. ve Yücel, A. (2010). “*Ahiliğin Sosyo-ekonomik Etkileri ve Günümüze Yansımaları*”, **Süleyman Demirel Ü. İ.İ.B.F. Dergisi**, 15 (2), 151-168.
- Easterbrook, F. H. and Fischel, D. R. (1984). “*Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*”, **Virginia Law Review**, Vol. 70, 669-715.
- Ejara, D. D. (2007). “*Syndicate Size In Global IPO Underwriting*”, **International Business & Economics Research Journal**, 6 (3), 49-56.
- Ekmekçi, Ö., Özekes, M. ve Atalı, M. (2018). **Hukuk uyuşmazlıklarında İhtiyarî ve Zorunlu Arabuluculuk**, İstanbul.
- Eminoğlu, C. (2014). **Türk Ticaret Kanunu’nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance)**, İstanbul.
- Erdem, E. (1987). “*Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller*”, **Dokuz Eylül Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi Kudret Ayiter Armağanı**, 3 (1-4), 703-739.
- Erdlen, A. M. (2011). “*Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions*”, **Fordham Law Review**, 80 (2), 877-922.
- Erdoğan, O. ve Eren, E. (2010). “*Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği*”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, 4 (2), 111-144.
- Eren, F. (2012). **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 14. Baskı, Ankara (*Borçlar Genel*).
- Eren, F. (1975). **Sorumluluk Hukuku Açısından Uygun İlliyet Bağı Teorisi**, Ankara (*Uygun İlliyet*).

- Erkut, C. (1990). **İptal Davasının Konusunu Oluşturma Bakımından İdari İşlemin Kimliği**, Ankara.
- Erman, S. (1949). “Evrakta Sahtekârlık Suçlarında ‘Varaka’ Mefhumu”, **İstanbul Üni. Hukuk Fak. Mecmuası**, 15 (1), 167-197.
- Ersen Perçin, G. (2011). “Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yöntemlerinden Arabuluculuğun Hukuksal Düzenlemelerdeki Yeri”, **Public and Private International Law Bulletin**, 31 (2), 177-201.
- Ersoy, A. (2008). **İktisadi Düşünceler ve Teoriler Tarihi**, 3. Basım, Ankara.
- Ertuğrul, F. (2008). “Paydaş Teorisi ve İşletmelerin Paydaşları ile İlişkilerinin Yönetimi”, **Erciyes Ü. İİBF Dergisi**, Sayı 31, 199-223.
- Ertuğrul, M. (2009). “Asimetrik Bilginin Hissedar Değerine Etkisi”, **Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri**, Eskişehir, 73-101.
- Esen, M. F. (2015). “Finansal Piyasalarda Bilgi Asimetrisi Kaynakları ve İçerdiği Bilgi”, **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 8 (40), 700-707.
- Esener, T. (1969). **Borçlar Hukuku I**, Ankara.
- Eş, M. (1989). **Kuruluş Döneminde (1961-1982) Türkiye Sermaye Piyasası (Gelişmeler, Sorunlar)**, Kütahya.
- European Commission, Consultation Document “Review of the Prospectus Directive”, Brussels 18 February 2015.
- Evik, A. H. ve Evik, V. S. (2005). “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu”, **İstanbul Ü. Hukuk Fakültesi Mecmuası**, 63 (1-2), 1-56.
- Fertekligil, A. (2000). **Türkiye’de Borsanın Tarihçesi**, İstanbul.
- Fleckner, A. M. and Hoprt, K. J. (2013). “Stock Exchange Law Concept, History, Challenges”, **Virginia Law and Business Review**, 7 (3), 513-559.
- Fohlin, C. (2016). “Frictions: Lessons from the History of Financial Market Microstructure”, **Financial Market History** (Ed. David Chambers/Elroy Dimson).
- Fox, M. B. (2006). “After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, **Journal of Corporation Law**, 31 (3), 829-865 (After Dura).
- Fox, M. B. (2005). “Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, **The Business Lawyer**, 60 (2), (2005), 507-532 (Demystifying Causation).
- Fox, M. B. (1999). “Retaining Mandatory Securities Disclosure Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment”, **Virginia Law Review**, 85 (7), 1335-1420 (Disclosure).
- Francioni, R. and Schwartz, R. A. (2017). (Ed.) **Equity Markets in Transition**.
- Fратиanni, M. and Spinelli, F. (2006). “Italian City-states and Financial Evolution”, **European Review of Economic History**, 10 (3), 257-278.

- Garcimartin, F. (2011). “*The Law Applicable to Prospectus Liability in the European Union*”, **Law and Financial Markets Review**, 5 (6), 449-457.
- Castellano, G. (2012). “*Towards a General Framework for a Common Definition of Securities: Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts*”, **Uniform Law Review**, 17 (3), 449-481.
- Gebhardt, C. and Strecker, J. (2017). “*Primary Market: Bringing Products to the Market*”, **Equity Markets in Transition** (Ed. Reto Francioni/Robert A. Schwartz).
- Gerner-Beuerle, C. (2009). “*The Market For Securities And Its Regulation Through Gatekeepers*”, **Temple International and Comparative Law Journal**, 23 (2), 317-377.
- Gökalp, N. K. (2014). **Sermaye Piyasalarında Halka Arz, Yöntemler, Uygulama ve Analizi**, İstanbul.
- Göktürk, K. ve Can, M. Ç. (2011). “*Farklılaştırılmış Teselsülün-Özellikle-Dış İlişki Bakımından Anlamı ve Bankacılık Kanununun Şahsi İflas Sorumluluğu ile Karşılaştırılması*”, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2 (2), 247-282.
- Gölcüklü, İ. (2016). “*III-61.1 Numaralı SPK Tebliği Acısından Kıra Sertifikaları (Sukuk)*”, **BATİDER**, 32 (4), 203-240.
- Gözler, K. ve Kaplan, G. (2017). **İdare Hukuku Dersleri**, 19. Baskı, Ankara.
- Grether, D. M., Schwartz, A. and Wilde, L. L. (1986). “*The Irrelevance of Information Overload An Analysis of Search and Disclosure*”, **Southern California Law Review**, Vol. 59, 277-304.
- Gross, J. (1978). “*Protecting the Investor in a Public Company A Comparative View*”, **McGill Law Journal**, 24 (3), 484-506.
- Groß, W. (2016). **Kapitalmarktrecht - Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz**, 6. Auflage.
- Gümüş, M. A. (2012). **Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, İstanbul.
- Günel, V. (1986). **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara.
- Gündoğdu, A. (2015). **Sermaye Piyasası Hukuku**, Güncellenmiş 2. Baskı, Ankara.
- Güngör, B. ve Yılmaz, Ö. (2008). “*Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin İktisadi Büyümeye Etkisi Türkiye İçin Bir Var Modeli*”, **Atatürk Ü. İİBF Dergisi**, 22 (1), 173-193.
- Haarman, C. (2009). **Die Prospekthaftung am grauen Kapitalmarkt**, Hamburg.
- Hanke, S. (2014). “*Überblick über die Prospekthaftung bei geschlossenen Fonds nach dem Inkrafttreten des KAGB*”, **BKR - Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht**, 441-448.
- Hatemi, H., Serozan, R. ve Arpacı, A. (1992). **Borçlar Hukuku Özel Bölüm**, İstanbul.

- Hatipoğlu, Z. (1997). *İşletme Finansına Giriş*, İstanbul.
- Hazen, T. L. (2011). **Federal Securities Law**, 3rd Edition.
- Helvacı, M. (1995). **Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu**, İstanbul (*Hukukî Sorumluluk*).
- Helvacı, M. (2013). “Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklaştırılmış Teselsül”, **Galatasaray Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi**, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu (26 Ekim), 77-96 (*Farklaştırılmış Teselsül*).
- Hills, G. S. (1930). “Convertible Securities- Legal Aspects and Draftsmanship”, **California Law Review**, 19 (1), 1-39.
- Hirş, E. (1948). **Ticaret Hukuku Dersleri**, Genişletilmif ve Gözden Geçirilmif 3. Bası, İstanbul.
- Hoppit, J. (2002). “The Myths of The South Sea Bubble”, **Transactions of the Royal Historical Society**, Vol. 12 (2002), 141-165.
- Horwich, A. (2002). “Section 11 of the Securities Act: The Cornerstone Needs Some Tuckpointing”, **The Business Lawyer**; 58 (1), 1-43.
- Horwitz, S. (2011). “Smith’ten Menger’e ve Hayek’e Kendiliğinden Doğan Düzen Geleneğinde Liberalizm” (Çev. A. Yayla). **Liberal Düşünce**, S. 64, 91-107.
- Huber, J. J., Sadler, T. C. and Trotter, J. H. (2002). “An Underwriter’s Due Diligence in the Permitted Absence of an Expert’s Consent”, **Insights: The Corporate & Securities Law Advisor**, 16 (8), 2-12.
- Ingram, R. W. and Chowning, E. G. (1983). “The Effect of Financial Disclosure Regulation on Security Market Behavior”, **The Accounting Review** 58 (3), 562-580.
- İhtiyar, M. (2006). **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul.
- İktisat Terimleri Sözlüğü (2011). İktisat Terimleri Çalışma Grubu, TDK Yayınları, Ankara (*İktisat Sözlüğü*).
- İmregün, O. (1989). **Anonim Ortaklıklar**, Yenilenmiş 4. Bası, İstanbul.
- İnan, A. N. (1971). **Borçlar Hukuku**, Ankara.
- İnceoğlu, M. M. (2004). **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara (*Aracı Kurumlar*).
- İnternet: Güngör, S. (2011). “Yerel Yönetimlerin Borçlanmaları”, Akademik Bakış Dergisi S. 24 <http://www.akademikbakis.org/eskisite/24/12.pdf> (Erişim: 22.11.2018).
- İnternet: Hodgson, G. M. (2014). “What is Capital?”, <http://vuh-la-risprt.herts.ac.uk/portal/files/7612884/906912.pdf> (Erişim: 25.12.2018).
- İnternet: Hulswit, M. (2018). “A Short History of ‘Causation’”,

- http://see.library.utoronto.ca/SEED/Vol4-3/Hulswit.htm#_edn1 (Erişim:15.12.2018).
- İnternet: Özkorkut, K. (2013). “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Değişiklikler-Yenilikler”, (Konferans), Atılım Üniversitesi 18.03.2013.
<http://kurumsal.data.atilim.edu.tr/pdfs/130318tm.pdf> (Erişim: 21.12.2015).
- İnternet: Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance, London 1992. <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> (Erişim: 15.06.2017).
- İnternet: Unger, L. S. (2000). “Rethinking Disclosure in the Information Age Can There Be Too Much of a Good Thing?”, Remarks by Commissioner Laura S. Unger, U.S. Securities & Exchange Commission, June 26.
<https://www.sec.gov/news/speech/spch387.htm> (Erişim: 20.09.2017).
- İnternet: <https://www.bistozelpazar.com/OzelPazar>
- İnternet: <https://www.esma.org/>
- İnternet: <http://www.spk.gov.tr/>
- İnternet: <https://www.tspb.org.tr/tr/>
- Jarrell, G. A. (1981). “*The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues*”, **The Journal of Law and Economics**, 24 (3), 613-676.
- Kabaalıoğlu, H. A. (1980). “*Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Bir Karar: İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar Ve Denetçilerin Sorumluluğu*”, **BATİDER**, 10 (3), 773-808.
- Kabaalıoğlu, H. (1985). **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul (*Kamuyu Aydınlatma*).
- Kale, S. (2012). “*Şirketlerin Taraf Ehliyeti*”, 6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nu Beklerken 10-11-12 Mayıs 2012 Sempozyum, **Marmara Ü. Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi**, 18 (2), 119-126.
- Kandır, S. Y. (2009). **Kurumsal Yatırımcılar – Teori ve Uygulama**, Ankara 2009.
- Kantrow, J. M. (2006). “*Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*”, **Louisiana Law Review**, 67 (1), 257-287.
- Kara, M. S. (2015). “*Aracılık Konsorsiyumu*”, **Selçuk Üni. Hukuk Fakültesi Dergisi**, 23 (1), 313-351.
- Kara, M. S. (2015). “*Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk*”, **Selçuk Üni. Hukuk Fakültesi Dergisi**, 23 (2), 131-172 (*Kamuyu Aydınlatma*).
- Kara, M. S. (2006). **Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması** **Ankara Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara (*Aracılık Faaliyetleri*).

- Karaman, K. K. (2013). “*Hukuk, Siyaset ve Uzun Dönemli İktisadi Gelişme*”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, 35 (2), 29-48.
- Karasu, R. (2005). “*Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı*”, **BATİDER**, 23 (2), 73-114.
- Karatepe, Y. (2000). **Türev Piyasaları**, Ankara.
- Karayalçın, Y. (1998). “*Milletlerarası Tahkimde Muhakeme Usulü*”, **BATİDER**, 19 (3), 1-52 (Tahkim).
- Karayalçın, Y. (1988). **Muhasebe Hukuku**, Ankara.
- Karmel, R. S. (2005). “*Reform of Public Company Disclosure in Europa*”, **University of Pennsylvania Journal of International Economic Law**, 26 (3), 379-407.
- Karlı, M. (1994). **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İstanbul.
- Kaya, A. (2001). **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ankara.
- Kazgan, G. (2012). **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, 18. Basım.
- Kazgan, H. (2005). **Galata Bankerleri**, I. Cilt, 2. Baskı, Ankara.
- Keller, E. and Gehlmann, G. A. (1988). “*Introductory Comment A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934*”, **Ohio State Law Journal**, Vol. 49, 329-352.
- Keskin, A. D. (2008). “*Hukuki Açısından Finansal Türev Araç Kavramı*”, **BATİDER**, 24 (4), 125-153.
- Kılıç, S. (2008). “*Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Açısından Mevzuata Uyum Kapasitelerinin Geliştirilmesi*”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, S. 56, (Kamuyu Aydınlatma).
- Kılıç, S. (1997). **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları**, Ankara (Yatırımcının Korunması).
- Kırca, Ç. (2004). **Bilgi Vermeden Dolaylı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk**, Ankara.
- Kırca, İ., Şehirli Çelik, F. H. ve Manavgat, Ç. (2013). **Anonim Şirketler Hukuku**, C. 1, “Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu, Ankara.
- Kırca, İ. (2000). **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri**, Ankara.
- Kilbride, B. J. (1963). “*The British Heritage of Securities Legislation in the United States*”, **Southwestern Law Journal**, 17 (2), 258-268.
- Kirchbach, J. M. (2007). **Publizitätspflichten börsennotierter Gesellschaften in Deutschland und den USA**, Köln.
- Kalss, S. (2007). “*Recent Developments in Liability for Nondisclosure of Capital Market Information*”, **International Review of Law and Economics**, 27 (1), 75-90.

- Kripke, H. (1970). “*The SEC, The Accountants, Some Myths, and Some Realities*”, **New York University Law Review**, Vol. 45 (6), 1151-1205.
- Kocayusufpaşaoğlu, N. (2014). **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, Birinci Cilt, 5. Basıdan Tıpkı 6. Bası, İstanbul.
- Koçyiğit, İ. ve Bulur, A. (2019). **Ticari Uyuşmazlıklarda Dava Şartı Arabuluculuk**.
- Kohl, H. and Walz, R. (1978). “*The German Way towards Disclosure*”, **Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation** 1, (1978), 69-94.
- Kotar, E. (1968). “*Sermaye Piyasası, Para Piyasası ve Menkul Kıymetler Borsaları Arasındaki İlişkiler*”, **Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve Menkul Kıymetler Borsası'nın Rolü**, İstanbul.
- Köndgen, J. (2000). **Zur Theorie der Prospekthaftung**, Hamburg.
- Köse, M. (2001). “*Osmanlı'da Borsa ve Galata Bankerlerinin Devletin Mali Yapılanmasındaki Yeri*”, **A. Ü. Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü Dergisi**, S. 18, 229-251.
- Kula, V. (2006). **Kurumsal Yönetim**, İstanbul.
- Kurulgan, M. (2009). “*Geçmişten Günümüze Finansal Bilgi Kaynaklarında Dönüşüm*”, *Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri*, Eskişehir.
- Küçüksözen, C. (1999). **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Ankara.
- Laby, A. B. (2006). “*Differentiating Gatekeepers*”, **Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law**, Vol. 1, 119-163.
- Lachmann, L. (1978). **Capital and Its Structure**.
- Lander, G. P. (1995). “*American Depositary Receipts*”, **The International Lawyer**, 29 (4), 897-915.
- Lannoo, K. (2003). “*The Emerging Framework for Disclosure in the EU*”, **Journal of Corporate Law Studies**, 3 (2), 329-358.
- Leuering, D. (2012). “*Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthaftung*”, **Neue Juristische Wochenschrift**, H. 27, 1905-1910.
- Lowenstein, L. (1996). “*Financial Transparency and Corporate Governance You Manage What You Measure*”, **Columbia Law Review**, 96 (5), 1335-1362.
- Macey, J. R. (2003). “*A Pox on Both Your Houses Enron, Sarbanes-Oxley and the Debate Concerning the Relative Efficacy of Mandatory Versus Enabling Rules*”, **Washington University Law Review**, Vol. 81, 329-355.
- Macey, J. R. and Miller, G. P. (1991). “*Origin of the Blue Sky Laws*”, **Texas Law Review**, 70 (2), 347-396.

- Malloy, M. P. (1983). “*The Definition of Security: Marine Bank v. Weaver*”, 24 (4), 1053-1085.
- Manavgat, Ç. (2007). “*Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi*”, **BATİDER**, 24 (2), 473-498. (*Kurumsal Yönetim*).
- Manavgat, Ç. (2016). **Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Ankara (*Halka Arz*).
- Manavgat, Ç. (1991). **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara (Aracı Kurumlar).
- Manson, E. (1900). “*The Companies Act, 1900*”, **The Law Quarterly Review**, 16 (4), 414-417.
- Mazgit, İ. (1991). Mülkiyetin Tabana Yayılması ve Servet Dağılımının Sağlanmasında Sermaye Piyasasının Rolü ve Etkisi, **Dokuz Eylül Üni. Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Meier-Schatz, C. J. (1986). “*Objektives of Financial Disclosure Regulation*”, **Journal of Comparative Business and Capital Market Law**, Vol. 8, 219-248.
- Memiş, T. ve Turan, G. (2015). **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara.
- Miller, G. A. (1956). “*The Magical Number Seven, Plus or Minus Two Some Limits on Our Capacity For Processing Information*”, **Psychological Review**, Vol. 63 (2), 81-97.
- Mimaroglu, S. K. (1967). **Anonim Şirketlerde İdare Meclisi Azalarının Hukukî Mes’uliyeti**, Ankara.
- Moloney, N. (2014). **EU Securities and Financial Markets Regulation**, 3rd Edition.
- Möllers, T. ve Temel, E. (2016). “*Sermaye Piyasasında Bilgi Taşkınlığı*”, **BATİDER** 32 (4), 23-66.
- Nadaroğlu, H. (1968). “*Sermaye Piyasası, Para Piyasası ve Menkul Kıymetler Borsaları Arasındaki İlişkiler*”, **Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve Menkul Kıymetler Borsası’nın Rolü**, İstanbul, 7-15.
- Neal, L. (2000). “*How it all began the monetary and financial architecture of Europe during the first global capital markets, 1648–1815*”, **Financial History Review**, 7 (2), 117-140 (*Financial architecture of Europe*).
- Neal, L. (2016). “*The Role of Stock Exchanges in Financial Globalization: A Historical Perspective*”, **Financial Market History** (Ed. David Chambers/Elroy Dimson).
- Nomer, H. N. (2012). **Borçlar Hukuku Genel Hükümler (6098 Sayılı Kanuna Göre Hazırlanmış)**, Gözden Geçirilmiş 12. Bası, İstanbul.
- Norton, J. J. (1978). “*United States Securities Laws: A Transnational Perspective*”, **Anglo-American Law Review**, 7 (2), 82-112.

- Notes, (1969). “*The Underwriter's Duty of "Due Diligence" Under Section 11 of the Securities Act: Reflections on BarChris*”, **Vanderbilt Law Review**, Vol. 22 (*The Underwriter's Duty*).
- Oğuzman, K. ve Öz, T. (2015). **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C. I-II, 6098 Sayılı Yeni Türk Borçlar Kanunu'na Göre Güncellenip, Genişletilmiş 13. Bası, İstanbul.
- Olazabal, A. M. (2006). “*Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*”, **Berkeley Business Law Journal**, 3 (2), 337-380.
- Osmanlıca-Türkçe Ansiklopedik Lûgat (2017). Devellioğlu, F., 33. Baskı, Ankara (*Osmanlıca Lûgat*).
- Önen, T. (1990). **Borçlar Hukuku**, Ankara.
- Özbay, İ. (2006). “*Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yöntemleri*”, **Erzincan Üni. Hukuk Fakültesi Dergisi**, 10 (3-4), 459-475.
- Özbek, M. S. (2009). **Alternatif Uyuşmazlık Çözümü**, Ankara.
- Özdemir, S. S. (2013). “*Alternatif Yatırım İlkeleri ve Kira Sertifikası*”, **BATİDER**, 29 (3), 357-402.
- Özdemirci, F. (2004). “*Bir Disiplin Olarak Belge Yönetimi*”, **Kütüphaneciliğin Destanı Uluslararası Sempozyumu**, Ankara 21-24 Ekim, 191-210.
- Özer, M. (2016). “*Yerel Yönetimlerin Borçlanma Araçları*”, **Gösterge Dergisi**, (Bahar 2016), 48-64.
- Paslı, A. (2004). **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul.
- Painter, R. W. (2006). “*Ethics and Corruption In Business and Government Lessons From the South Sea Bubble and the Bank of the United States*”, **Minnesota Legal Studies Research Paper N. 32**.
- Pamukçu, F. (2011). “*Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi*”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, S. 50 (Nisan 2011), 133-148.
- Paredes, T. A. (2003). “*Blinded by the Light Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*”, **Washington University Law Quarterly**, 81 (2), 417-485.
- Parker, G. (2012). “*Acta is a four-letter Word*”, **Acta Psychiatrica Scandinavica**, 126 (6), 476-478.
- Pekcanitez, H. (2005). “*Alternatif Uyuşmazlık Çözümleri*”, **Hukuki Perspektifler Dergisi**, S. 5, 12-16.
- Pekcanitez, H. (Ed. Özkes, M., Akkan, M. ve Taş Korkmaz, H). (2017). **Pekcanitez Usûl Medenî Usûl Hukuku**, C. I-II-II, 15. Bası, İstanbul.
- Piketty, T. (2014). **Capital in the Twenty-First Century** (Çev. Arthur Goldhammer), London.

- Pollock, F. (1889). “*Derry v. Peek In The House of Lords*”, **Law Quarterly Review** , 5 (4), 410-423.
- Poroy, R. (1964). “*Değiştirilebilir Tahviller*”, **Ord. Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’e Armağan**, Ankara, 475-508.
- Poroy, R., Tekinalp, Ü. ve Çamoğlu, E. (2010). **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Güncellenmiş 12. Bası, İstanbul.
- Prentice, R. A. (2013). “*Behavioral Economics Applied: Loss Causation*”, **Loyola University of Chicago Law Journal**, 44 (5), 1509-1565.
- Prof. Dr. İsmet Türk’e Armağan (Ed. Bulutay, T, Soydemir, S. ve Özkök Çubukçu, D), Ankara 2013.
- Pulaşlı, H. (2003). **Corporate Governance (Kurumsal Yönetim İlkeleri) Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model**, Ankara (*Kurumsal Yönetim*).
- Pulaşlı, H. (2011). **Şirketler Hukuku Şerhi**, Cilt I-II, Ankara (*Cilt I-II*).
- Ramirez, S. A. (2014). “*The Virtues of Private Securities Litigation An Historic and Macroeconomic Perspective*”, **Loyola University Chicago Law Journal**, Vol. 45, 669-737.
- Redhouse Büyük Elsözlüğü (2011). Otuz İkinci Baskı, (*Redhouse*).
- Reed, R. R. (1920). “*Blue Sky Laws*”, **The Annals of the American Academy of Political and Social Science**, Vol. 88, 177-187.
- Rein, T. (2009). **Die Prospektpflicht und Prospekthaftung bei Wertpapieremissionen**, Hamburg.
- Report on Directive 2003/71/EC (Prospectus Report), ESME, Brussels 2007.
- Robert, C. M. and Zvi, B. (1995). “*A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment*”, **The Global Financial System A Functional Perspective** (Ed. Dwight B. Crane/Zvi Bodie/Kenneth A. Froot/Andre F. Perold/Robert C. Merts), Harvard Business School (1995), 3-31.
- Rock, E. (2002). “*Securities Regulation as Lobster Trap A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*”, **Cardozo Law Review**, 23 (2), 675-704.
- Rodriguez, D. A. (2012). “*Building the Section 11 “Due Diligence” Defense for Outside Directors*”, **Business Law Today**, (July 2012), 1-4.
- Rodriguez, T. and Petroski, K. (2007). “*The Section 11 Due Diligence Defense for Director Defendants*”, **Securities Litigation Journal**, Summer 2007, 13-15.
- Romano, R. (1998). “*Empowering Investors A Market Approach to Securities Regulation*”, **The Yale Law Journal**, Vol. 107, 2359-2430.
- Rosa, K. (2009). **Prospektpflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds**, .Düsseldorf.

- Seymen, F. H. ve Elbir, H. K. (1958). **Türk Borçlar Hukuku I Umumî Hükümler**, İstanbul.
- Sak. G. (2000). “*Corporate Governance*”, **Görüş Dergisi**, S. 45, (Ekim-Kasım 2000), 56-59.
- Sher, N. (2006). “*Underwriters’ Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis*”, **University of Pennsylvania Journal of International Economic Law**, 27 (2), 389-464.
- Schleifer, A. and Vishny, R. W. (1997). “*A Survey of Corporate Governance*”, **The Journal of Finance**, 52 (2), 737-783.
- Schulte, D. J. (1988). “*The Debatable Case for Securities Disclosure Regulation*”, **The Journal of Corporation Law**, 13 (2), 535-548.
- Schwarcz, S. L. (2002). “*Rethinking the Disclosure Paradigm In A World of Complexity*”, **University of Illinois Law Review**, 2004 (1), 1-38.
- Schwarz, A. B. (1948). **Borçlar Hukuku Dersleri I** (Çev. Bülent Davran), İstanbul.
- Seligman, J. (1983). “*The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*”, **The Journal of Corporation Law**, 9 (1), 1-62.
- Sermaye Piyasası Etüdü, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara 1964.
- Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve Menkul Kıymetler Borsası’nın Rolü, **İTO Yayınları**, İstanbul 1968.
- Serozan, R. (2011). **Medeni Hukuk (Genel bölüm/Kişiler Hukuku)**, İstanbul.
- Siebens, H. (2002). “*Concepts and Working Instruments for Corporate Governance*”, **Journal of Business Ethics**, 39 (1), 109-116.
- Simon, H. A. (1955). “*A Behavioral Model of Rational Choice*”, **The Quarterly Journal of Economics**, 69 (1), 99-118.
- Skripova, O. (2002). **Civil Liability as an Enforcement Tool of Securities Underwriter Gatekeeping Duty**.
- Somer, M. (1990). **Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri**, İstanbul.
- Soyaslan, D. (2005). **Ceza Hukuku Özel Hükümler**, Gözden Geçirilmiş 5. Baskı, Ankara.
- Soydemir, S. (2013). “*Türkiye’de Sermaye Piyasasının Tarihi*”, **Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan**, Mülkiyeliler Birliği Yayını, 355-459.
- Stiebel, A. (1932). “*Inferences from A Prospectus*”, **The Law Quarterly Review**, Vol. 48, 43-50.
- Stigler, G. J. (1964). “*Public Regulation of the Securities Markets*”, **The Journal of Business**, 37 (2), 117-142.

- Stiglitz, J. E. (1944). “*The role of the State in Financial Markets*” **Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993** World Bank, 19-52.
- Sjostrom, W. K. (2006). “*The Due Diligence Defense Under Section 11 of the Securities Act of 1933*”, **Brandeis Law Journal**, Vol. 44, 549-610.
- Sunstein, C. R. (1999). “*Informational Regulation and Informational Standing Akins and Beyond*”, **University of Pennsylvania Law Review**, Vol. 147, 613-675.
- Şahin, T. (2011). “*Konsorsiyum Sözleşmesi*”, **TBB Dergisi**, S. 92, 451- 484 (*Konsorsiyum*).
- Şahin, T. (2010). **Üçüncü Kişinin Edimini Taahhüt**, Ankara (*Üçüncü Kişinin Edimi*).
- Şakar, S. Ü. (1997). **Aracıları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, Eskişehir.
- Şanlı, C. (2013). **Uluslararası Ticari Akitlerin Hazırlanması ve Uyuşmazlıkların Çözüm Yolları**, 5. Baskı, İstanbul.
- Şimşek, S. ve Karakaş, A. (2007). “*Asimetrik Bilgi – İktidar ve Kurumsal Düzenleme Üzerine*”, **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, 20 (4-5), 21-27.
- Tandoğan, H. (2010). **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, Cilt II, 1989 Yılı Dördüncü Tıpkı Basım’dan Beşinci Tıpkı Basım, İstanbul 2010 (*Borçlar Hukuku*).
- Tandoğan, H. (1959). **Garanti Mukavelesi**, Ankara (*Garanti*).
- Tanör, R. (1999). **Türk Sermaye Piyasası**, C. I-II., İstanbul (*Cilt I, Cilt II*).
- Tanrıver, S. (2006). “*Hukuk Uyuşmazlıkları Bağlamında Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yolları Ve Özellikle Arabuluculuk*”, **TBB Dergisi**, S. 64, 151-177 (*Arabuluculuk*).
- Tecer, M. (1989). **Tahvil Yatırımlarının Yönetimi**, Ankara.
- Tekinalp Ü. (1979). **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri ‘Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile’**, Gözden geçirilmiş ve genişletilmiş 2. bası, İstanbul (*AO Bilançosu*).
- Tekinalp, Ü. (2009). **Banka Hukukunun Esasları**, İstanbul.
- Tekinalp, Ü. (1988). “*Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru*”, **BATİDER**, 14 (3), 1-16.
- Tekinalp, Ü. (2013). **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, Güncelleştirilmiş 3. Bası, İstanbul (*Ortaklıklar Hukuku*).
- Tekinalp, Ü. (1982). **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul (Sermaye Piyasası).
- Tekinay, S. S., Akman, S., Burcuoğlu, H. ve Altop, A. (1985). **Tekinay Borçlar Hukuku Genel Hükümler** Cilt I, İstanbul.

- Telly, C. S. (1978). “*The Classic Economic Model and The Nature of Property in the Eighteenth and Nineteenth Centuries*”, **Tulsa Law Review**, 13 (3), 406- 507.
- Teoman, Ö. (1978). **Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri**, İstanbul.
- Tevetoğlu, M. (2010). **Sermaye Piyasasında Uygulanacak Hukuk ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim**, Ankara.
- “*The Expanding Liabilities of Securities Underwriters: From BarChris to Globus*”, Comments and Notes, **Duke Law Journal** Vol. 1969, No. 6 (1969), 1191-1246.
- Tuncer, S. (1985). **Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama)**, İstanbul.
- Turan, G. (2016). “*Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları*”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 20 (1), 191-231.
- Turanboy, A. (2002). **Halka Açık Banka ve Hissedarın Korunması (Banka)**.
- Turanboy, A. (1990). **İnsider Muameleleri**, Ankara (*İnsider*).
- Turanboy, A. (1998). **Varakasız Kıymetli Evrak**, Ankara (*Varakasız*).
- Tuzcu, A. (2004). **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı İMKB 100 Örneği**.
- Türkçe Sözlük, Türk Dil Kurumu (2011). (Haz. Şükrü Halûk Akalın ve diğerleri), Ankara (*Türkçe Sözlük*).
- Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Semineri 24-25 Ekim 1983, Türkiye Tütüncüler Bankası A.Ş.
- Uşaklı, S. M. (2010). **Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri**, İstanbul.
- Uyar, S. (2015). “*Denetim Standartlarına Göre Sınırlı Bağımsız Denetim (Finansal Tabloların Gözden Geçirilmesi)*”, **Mali Çözüm Dergisi**, S. 130, 15-39.
- Üçışık, G. (2009). “*Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*”, **Beykent Ü. Sosyal Bilimler Dergisi**, 3(1). 1-23.
- Ülgen, H., Helvacı, M., Kendigelen, A. ve Kaya, A. (2015). **Kıymetli Evrak Hukuku**, 10. Bası, İstanbul.
- Ünal, O. K. (1997). **Aracı Kurumlar**, Ankara (*Aracı Kurumlar*).
- Ünal, O. K. (2005). “*Gayrimenkul Sertifikaları*”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 9 (1-2), 1-8. (*Gayrimenkul Sertifikaları*).
- Ünal, O. K. (1997). “*Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği*”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 1 (1), 81-113. (*Halka Arz*).
- Ünal, O. K. (2002). “*İpotekli Borç Senetleri Ve İrat Senetlerinin Menkul Kıymet Özelliği*”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 6 (1-2), 1-19.

- Ünal, O. K. (1998). “Katılma İntifa Senetleri (KİS)”, **BATİDER**, 19 (3), 79-94 (İntifa Senetleri).
- Ünal, O. K. (1988). **Menkul Kıymetler**, Ankara (Menkul Kıymetler).
- Ünal, O. K. (1999). **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara (Halka Açık Anonim Ortaklıklar).
- Ünal, O. K. (2003). “SPK Ve TK’nda Tahviller”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, (7), (1-2), 1-46 (Tahviller).
- Ünal, O. K. (2005). **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, Ankara (Sermaye Piyasası).
- Ünal, O. K. (2004). “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 8 (1-2), 1-14 (VDMK).
- Wyant, D. H. and Smith, R. W. (1968). “BarChris: A Revolution Of Prospectus Liability?”, **Georgia Law Review**, 3 (122), 122-140.
- Vizcarrondo, P. (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz) (2013). **Liabilities Under the Federal Securities Laws**.
- Yakar, S. ve Kandır, S. Y. (2012). “Türkiye’de Belediyelerin Tahvil İhracı ve Amerika Birleşik Devletleri Uygulaması”, **Maliye Dergisi**, S. 162, 430-447.
- Yalçın, K. (2005). “Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İMKB’de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı”, **Atatürk Ü. İİBF Dergisi**, 19 (2), 395-406.
- Yanlı, V. (2000). **Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması**, İstanbul (Tüzel Kişilik Perdesi).
- Yanlı, V. (2016). “Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları”, **BATİDER**, 32 (3), 5-38 (Yatırım Sözleşmesi).
- Yanlı, V. (2005). **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul (Kamunun Aydınlatılması).
- Yasaman, H. (1992). **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul.
- Yıldırım, F. (2016). “Türk Hukuk Sisteminde Alternatif Bir Çözüm Yolu Olarak Arabuluculuk”, **International Journal of Social Sciences and Education Research**, 2 (3), 748-763.
- Yıldız, B. (2011). “Ultra Vires İlkesinin Kaldırılmasının Ardından İşletme Konusu Unsuru ve Ticaret Şirketlerinin İşletme Konusu Dışındaki İşlemlerinin Hukukî Niteliği”, **BATİDER**, 27 (3), 111-134.
- Yılmaz, E. (2017). **Hukuk Muhakemeleri Kanunu Şerhi**, Cilt 1-2-3, 3. Baskı, Ankara.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : Fevzi Fırat GÖZÜYEŞİL
Uyruğu : Türkiye Cumhuriyeti
Doğum tarihi ve yeri : 08/02/1986 ADANA
Medeni hali : Evli
Telefon : 03122162055
Faks : 03122150169
E-posta : gozuyesil@gazi.edu.tr

Eğitim

| Derecesi | Okul/Program | Mezuniyet |
|-----------|--------------------------|-----------|
| Doktora | Ankara HBVÜ./Özel Hukuk | 2019 |
| Y. Lisans | Gazi Üni./Ticaret Hukuku | 2012 |
| Lisans | Ankara Üni./Hukuk | 2009 |
| Lise | Adana Anadolu Lisesi | 2004 |

İş Deneyimi

| Yıl | Çalıştığı Yer | Görev |
|------------|--------------------|---------------------|
| 2011-hâlen | (AHBVÜ) Hukuk Fak. | Araştırma Görevlisi |

Yabancı Dil

İngilizce (C1), Almanca (B2)

Hobiler

Türk halk müziği, doğa sporları, harp tarihi.



