

**İSTANBUL BİLGİ ÜNİVERSİTESİ  
LİSANSÜSTÜ PROGRAMLAR ENSTİTÜSÜ  
HUKUK YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**AMERİKAN HUKUKU İLE KARŞILAŞTIRMALI  
PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASI**

**Özgecan KORKMAZ  
116613019**

**Prof. Dr. Veliye YANLI**

**İSTANBUL  
2020**

Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması  
Equity Based Crowdfunding in Comparison with American Law

**Özgecan KORKMAZ**

**116613019**

**Tez Danışmanı :** Prof. Dr. Veliye YANLI  
İstanbul Bilgi Üniversitesi

**Jüri Üyeleri :** Prof. Dr. Gül OKUTAN NILSSON  
İstanbul Bilgi Üniversitesi

**Dr. Öğr. Üyesi Argun KARAMANLIOĞLU**  
Kadir Has Üniversitesi

Tezin Onaylandığı Tarih :29 Haziran 2020

Toplam Sayfa Sayısı : 159

Anahtar Kelimeler (Türkçe)

- 1) Kitle Fonlaması
- 2) Platform
- 3) Kampanya
- 4) Bilgi Formu
- 5) İnternet

Anahtar Kelimeler (İngilizce)

- 1) Crowdfunding
- 2) Platform
- 3) Campaign
- 4) Information Form
- 5) the Internet

## İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	iii
KISALTMALAR.....	viii
ABSTRACT .....	xiii
ÖZET .....	xv
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM - KİTLE FONLAMASI KURUMU .....	3
1.1. KİTLE FONLAMASI TANIMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ .....	3
1.2. KİTLE FONLAMASI TÜRLERİ .....	6
1.2.1. Bağışa Dayalı Kitle Fonlaması .....	7
1.2.2. Ödüle / Ön-Satışa Dayalı Kitle Fonlaması.....	7
1.2.3. Borca Dayalı Kitle Fonlaması .....	8
1.2.4. Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Kitle Fonlaması .....	8
1.3. KİTLE FONLAMASININ EKONOMİK İŞLEVİ .....	8
1.3.1. Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlamasının Ekonomik İşlevi ....	8
1.3.2. Yatırım Aracı Olarak Kitle Fonlamasının Ekonomik İşlevi.....	10
1.4. KİTLE FONLAMASININ YATIRIMCILAR AÇISINDAN TAŞIDIĞI RİSKLER.....	11
İKİNCİ BÖLÜM - ABD HUKUKUNDA PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASI .....	13
2.1. GİRİŞ .....	13

<b>2.2. MENKUL KIYMETLERİN KAYDEDİLMESİ ZORUNLULUĞU VE HALKA AÇIK ŞİRKET STATÜSÜNÜN İSTİSNASI OLARAK DÜZENLENEN KİTLE FONLAMASI .....</b>	<b>14</b>
<b>2.2.1. Kitle Fonlaması İhraççıları .....</b>	<b>16</b>
<b>2.2.1.1. Kitle Fonlaması İhraççılarının Yükümlülükleri .....</b>	<b>17</b>
<b>2.2.1.1.1. Yıllık Kitle Fonlaması İhraç Tutarı Üst Sınırı .....</b>	<b>17</b>
<b>2.2.1.1.2. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülükleri.....</b>	<b>17</b>
<b>2.2.1.1.3. Reklam Sınırlamaları.....</b>	<b>22</b>
<b>2.2.1.2. Mevzuata Aykırı Yapılan İhraçlara İlişkin Yaptırım .....</b>	<b>23</b>
<b>2.2.1.3. Kitle Fonlaması İstisnasından İhraççı Olarak Yararlanamayacak Şirketler .....</b>	<b>24</b>
<b>2.2.2. Kitle Fonlaması Yatırımcıları .....</b>	<b>25</b>
<b>2.2.2.1. Yıllık Kitle Fonlaması Yatırım Tutarı Üst Sınırı .....</b>	<b>25</b>
<b>2.2.2.2. Satış Sınırlaması .....</b>	<b>26</b>
<b>2.2.3. Kitle Fonlaması Araçlarına İlişkin Düzenlemeler .....</b>	<b>27</b>
<b>2.2.3.1. Kitle Fonlaması Araçları .....</b>	<b>27</b>
<b>2.2.3.1.1. Geniş Yetkili Araçlar .....</b>	<b>27</b>
<b>2.2.3.1.2. Fonlama Portalları .....</b>	<b>28</b>
<b>2.2.3.2. Kitle Fonlaması Araçlarının Yükümlülükleri .....</b>	<b>32</b>
<b>2.2.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler .....</b>	<b>32</b>
<b>2.2.3.2.2. Fonlama Sürecinin İşleyişine İlişkin Yükümlülükler .....</b>	<b>34</b>
<b>2.2.3.2.3. Aracılık Yapılan İhraççıların Pay Sahibi Olma Yasağı .....</b>	<b>37</b>
<b>2.2.3.2.4. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler .....</b>	<b>38</b>
<b>2.2.3.2.5. Mevzuata Aykırı Yapılan İhraçlara İlişkin Yaptırım .....</b>	<b>40</b>

<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM – TÜRK HUKUKUNDA PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASI.....</b>	<b>41</b>
<b>3.1. GİRİŞ .....</b>	<b>41</b>
<b>3.1.1. Türk Hukukunda Kitle Fonlamasına İlişkin Hukuki Düzenlemeler</b>	<b>41</b>
<b>3.1.2. Kitle Fonlaması Tanımı ve Kapsamı .....</b>	<b>42</b>
<b>3.1.3. İzahname / İhraç Belgesi Yükümlülüğü ve İstisnası.....</b>	<b>46</b>
<b>3.1.4. Halka Açık Anonim Şirket Statüsü ve İstisnası .....</b>	<b>48</b>
<b>3.2. PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASI TARAFLARI .....</b>	<b>50</b>
<b>3.2.1. Girişim Şirketi / Girişimci .....</b>	<b>50</b>
<b>3.2.1.1. Girişim Şirketlerinin Yükümlülükleri .....</b>	<b>54</b>
<b>3.2.1.1.1. Yıllık Fon Toplama Üst Sınırı ve Fon Toplamaya İlişkin Diğer Esaslar .....</b>	<b>54</b>
<b>3.2.1.1.2. Yatırılan Fonların Girişim Şirketine Aktarımı ve Girişim Şirketi Paylarına İlişkin Esaslar .....</b>	<b>58</b>
<b>3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri .....</b>	<b>62</b>
<b>3.2.1.2. Kitle Fonlaması Yoluyla Fon Toplayamayacak Şirketler .....</b>	<b>68</b>
<b>3.2.2. Yatırımcılar .....</b>	<b>70</b>
<b>3.2.2.1. Nitelikli Yatırımcı Tanımı .....</b>	<b>70</b>
<b>3.2.2.2. Yıllık Kitle Fonlaması Yatırım Üst Sınırı ve Pay Devir Sınırlaması Sorunu .....</b>	<b>72</b>
<b>3.2.3. Platformlar.....</b>	<b>73</b>
<b>3.2.3.1. Platformların Tâbi Oldukları Koşullar ve Koşulların Kaybedilmesi.....</b>	<b>75</b>
<b>3.2.3.1.1. Şirket Yapısı ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Koşullar .....</b>	<b>76</b>

3.2.3.1.2. Ortaklara, Yönetim Kuruluna ve Yönetim Kurulu Üyelerine İlişkin Koşullar ile Pay Devirleri .....	77
3.2.3.1.3. Yatırım Komitesi ve Üyelerine İlişkin Koşullar .....	84
3.2.3.1.4. Platformun Organizasyonuna İlişkin Diğer Koşullar ve Dışarıdan Hizmet Alımı .....	86
3.2.3.1.5. Platformların Tâbi Oldukları Koşulların Kaybedilmesi.....	90
3.2.3.2. Platformların Yükümlülükleri.....	91
3.2.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler .....	91
3.2.3.2.2. Kampanya Sürecine İlişkin Yükümlülükler.....	96
3.2.3.2.2.1. Bilgi Formunun Onaylanması, Girişim Şirketinin Bilgilendirilmesi ve Kampanya Sayfasının Oluşturulması.....	96
3.2.3.2.2.2. Fonların Toplanması ve Saklanması İlişkin Yükümlülükler.....	103
3.2.3.2.2.3. Kampanyanın Tamamlanmasına İlişkin Yükümlülükler .....	106
3.2.3.2.3. Uyumluluk ve Kayıtların Saklanması İlişkin Zorunluluklar .....	109
3.2.3.2.4. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler .....	111
3.2.3.2.5. Platformların Gerçekleştiremeyeceği Faaliyetler .....	112
3.2.3.2.6. Platformların Hukuka ve Yükümlülüklerine Aykırı Faaliyetlerine İlişkin Tedbir ve Yaptırımlar .....	114
3.2.3.3. Yurt Dışında Yerleşik Platformların Faaliyetlerine İlişkin Düzenlemeler.....	117
3.2.4. Emanet Yetkilisi .....	117
3.3. PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASINDA TARAFLAR ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİLER.....	118
3.3.1. Platform – Girişimci/Girişim Şirketi İlişkisi .....	118

<b>3.3.2.</b>	<b>Platform – Yatırımcı İlişkisi.....</b>	<b>121</b>
<b>3.3.3.</b>	<b>Yatırımcı – Girişimci/Girişim Şirketi İlişkisi .....</b>	<b>125</b>
<b>3.3.3.1.</b>	<b>Genel Olarak.....</b>	<b>125</b>
<b>3.3.3.2.</b>	<b>Bilgi Formundan Doğan Sorumluluk.....</b>	<b>130</b>
<b>3.3.3.2.1.</b>	<b>Girişim Şirketinin ve Girişimcinin Kusursuz Sorumluluğu .....</b>	<b>130</b>
<b>3.3.3.2.2.</b>	<b>Girişim Şirketi Yönetim Kurulu Üyelerinin Kusursuz Sorumluluğu.....</b>	<b>136</b>
<b>3.3.3.2.3.</b>	<b>Girişim Şirketi Yönetim Kurulu Üyeleri ile Girişimcinin Kusura Dayalı Sorumluluğu.....</b>	<b>138</b>
<b>3.3.3.3.</b>	<b>Bilgi Formu Dışındaki Bilgilendirme Yükümlülüklerinden Sorumluluk.....</b>	<b>141</b>
<b>3.3.3.4.</b>	<b>Pay Sahipliği İlişkisi ve Fonların Kullanımından Sorumluluk.....</b>	<b>141</b>
	<b>SONUÇ .....</b>	<b>144</b>
	<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>147</b>

## KISALTMALAR

- 3794 sayılı Kanun : 13 Mayıs 1992 tarih ve 21227 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun
- 5411 sayılı Bankacılık Kanunu : 1 Kasım 2005 tarih ve 25983 mükerrer sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu
- 7061 sayılı Kanun : 5 Aralık 2017 tarih ve 30261 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 7061 sayılı Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun
- 7222 sayılı Kanun : 25 Şubat 2020 tarih ve 31050 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun
- ABD : Amerika Birleşik Devletleri
- BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
- bkz. : bakınız
- böl. : bölüm (*section*)
- BTK : Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu
- C. : Cilt

CFR	:	Code of Federal Regulations (Federal Düzenlemeler Dizisi)
EFT	:	Elektronik Fon Transfer Sistemi
FINRA	:	Financial Industry Regulatory Authority (Finansal Sektör Düzenleyici Otoritesi)
geniş yetkili aracı kurumlar	:	17/12/2013 tarih ve 28854 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ’de tanımlanan geniş yetkili aracı kurumlar
HMK	:	4 Şubat 2011 tarih ve 27836 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu
Jobs Act	:	Jumpstart Our Business Startups Act (İş Girişimlerimiz için Hızlı Başlangıç Kanunu)
katılım bankaları	:	19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun 3’üncü maddesinde tanımlanan katılım bankaları
KVKK	:	7 Nisan 2016 tarih ve 29677 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6698 sayılı Kişisel Verilerin Korunması Kanunu
m.	:	madde
MKK	:	Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi

Mülga SePK	:	30 Temmuz 1981 tarih ve 17416 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan ve SePK’nın 139. maddesiyle yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
Mülga TTK	:	9 Temmuz 1956 tarih ve 9353 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 6762 sayılı Mülga Türk Ticaret Kanunu
No.	:	Numara
Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması Tebliği	:	30 Aralık 2013 tarih ve 28867 mükerrer sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (II-16.1)
Pay Alım Teklifi Tebliği	:	23 Ocak 2014 tarih ve 28891 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1)
platform	:	kitle fonlaması platformu
Portföy Saklama Tebliği	:	2 Temmuz 2013 tarih ve 28695 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği (III-56.1)
sf.	:	sayfa
SA	:	Securities Act of 1933 (1933 [yılı] Menkul Kıymetler Kanunu)

SEA	:	Securities Exchange Act of 1934 (1934 [yılı] Menkul Kıymetlerin Tedavülü Kanunu)
SEC	:	The United States Securities and Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Menkul Kıymet Ticareti İdaresi)
SePK	:	30 Aralık 2012 tarih ve 28513 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
TBK	:	4 Şubat 2011 tarih ve 27836 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TCK	:	12 Ekim 2004 tarih ve 25611 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu
TTK	:	14 Şubat 2011 tarih ve 27846 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
Tebliğ	:	3 Ekim 2019 tarih ve 30907 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1)
TL	:	Türk lirası
TTSG	:	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi

RC	:	Regulation Crowdfunding
vb.	:	ve benzeri
vd.	:	ve devamı
Vol.	:	Volume (Cilt)
VUK	:	10 Ocak 1961 tarih ve 10705 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 213 sayılı Vergi Usul Kanunu
Yatırım Hizmetleri Tebliği	:	11 Temmuz 2013 tarih ve 28704 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1)
Yatırım Kuruluşları Tebliği	:	17 Aralık 2013 tarih ve 28854 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1)

## **ABSTRACT**

With widespread use of the Internet, the use of crowdfunding method which can be defined as fund raising through small contributions from crowds has also expanded. For provision of securities to crowdfunding investors in consideration of their contributions, the method must be regulated under capital markets laws and regulations. The subject of this thesis is the regulations concerning equity based crowdfunding method which is used to provide equity to investors in the company that will conduct the contemplated activities (venture company), in consideration of investors' contributions.

In our thesis, we first introduce the crowdfunding concept, determine its functions for fund raisers and its risks for investors with reference to the literature in the economics and business administration fields from an interdisciplinary perspective. This way, we establish the purpose of regulations and the interests that should be considered.

In the scope of our thesis, we review the crowdfunding regulations in the United States, one of the countries with the highest use of crowdfunding: we determine the legal function of these regulations in the general securities laws and regulations system and functionality of the crowdfunding regulations for fund raisers, crowdfunding intermediaries and crowdfunding investors. In this scope, we explain the conditions for registration as a crowdfunding intermediary (funding portal), requirements for intermediaries during the crowdfunding campaigns and requirements for the fund raisers (such as disclosure requirements towards investors with use of several versions of Form-C).

Subsequently, we explain the legal function of crowdfunding under the Turkish capital markets legislation and company laws systems; we analyse the crowdfunding provisions under the Capital Markets Law No. 6362 and the Communiqué on Equity Based Crowdfunding (III-35/A.1). In this scope, by way of comparisons with the regulations under the United States law, we explain the conditions for registration as

crowdfunding intermediary (platform), the requirements for platforms and venture companies. We compare crowdfunding provisions with other provisions under the capital markets legislation where possible, for instance, we interpret the content of and liability on information form by comparison with provisions on prospectus (*izahname*). Finally, we interpret the legal nature of the relations between crowdfunding investors, platforms and venture companies as well as their respective liabilities.

## ÖZET

İnternetin kullanımının yaygınlaşmasıyla birlikte, kitlelerden küçük katkılar toplanması suretiyle fon sağlanması olarak ifade edilebilecek kitle fonlaması yönteminin kullanımı da yaygınlaşmıştır. Toplanan fonlar karşılığında kitle fonlaması yatırımcılarına sermaye piyasası araçlarının verilmesi için ise, konunun sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmesi gerekmektedir. İşbu tez çalışmasının konusu, kitle fonlaması yoluyla toplanan fonlar karşılığında yatırımcılara, amaçlanan faaliyeti yürütecek olan şirket (girişim şirketi) paylarının verilmesinin öngörüldüğü paya dayalı kitle fonlaması yöntemine ilişkin hukukî düzenlemelerdir.

Çalışmamızda öncelikle kitle fonlaması kurumu tanıtılmış; kurumun fon toplayanlar açısından amaçları ve yatırımcılar açısından yarattığı riskler, ekonomi ve işletme alanındaki literatüre de atıflarla disiplinler arası bir yöntem benimsenerek saptanmış; böylece hukukî düzenlemelerin amacının ne olması gerektiği ve gözetilmesi gereken menfaatlerin çerçevesi belirlenmiştir.

Çalışmamız kapsamında dünyada kitle fonlamasının en çok uygulandığı ülkelerden biri olan ABD’de kitle fonlaması düzenlemelerinin sermaye piyasası mevzuatındaki yeri ile kitle fonlaması tarafları olan fon toplayan kişiler, kitle fonlaması aracıları ve kitle fonlaması yatırımcılarına ilişkin düzenlemelerin işlevselliği değerlendirilmiştir. Bu kapsamda kitle fonlaması aracısı (fonlama portalı) olarak faaliyet gösterebilmek için gerekli şartlar, yatırımcıların korunması açısından bu aracıların kitle fonlaması kampanyaları sürecindeki yükümlülükleri ile fon toplayanların uymaları gereken yükümlülükler (örneğin; Form-C versiyonlarının doldurulması suretiyle yatırımcıların bilgilendirilmesi) açıklanmıştır.

Sonrasında, kitle fonlamasının Türk sermaye piyasası ve şirketler hukuku mevzuatındaki yeri açıklanmış; kitle fonlamasına ilişkin olarak 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na getirilen hükümler ve Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1) hükümleri değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, ABD hukukundaki

düzenlemelerle karşılaştırmalar yapılarak, kitle fonlaması aracı (platform) olarak faaliyet gösterebilmek için gerekli şartlar, platformların yükümlülükleri ile girişim şirketlerinin yükümlülükleri açıklanmıştır. Kitle fonlaması düzenlemeleri mümkün olduğu ölçüde sermaye piyasası mevzuatının diğer kurumlarıyla da karşılaştırılmış; örneğin, bilgi formu içeriği ve bilgi formundan sorumluluk, izahnameye ilişkin düzenlemelerle karşılaştırılarak değerlendirilmiştir. Son olarak kitle fonlaması yatırımcıları, platformlar ve girişim şirketleri arasındaki ilişkilerin hukuki niteliği ile birlikte tarafların sorumluluğu değerlendirilmiştir.

## GİRİŞ

Kitlelerin küçük katkılarıyla fon yaratılması yönteminin kökeni 17. yüzyıla dayanmaktadır. İnternetin yaygınlaşması, fon toplanması amacıyla kitlelere ulaşılmasını kolaylaştırmış; özellikle geleneksel finansman yöntemlerine çeşitli sebeplerle ulaşamayan kişiler için, kitle fonlaması olarak adlandırılan yöntemin kullanımı da böylece yaygınlaşmıştır.

Kitle fonlaması yoluyla fon toplanması amacıyla başlatılan kampanyalara katkıda bulunan kişilerin, katkıları karşılığında bir karşılık almaması veya farklı türde karşılıklar alması söz konusu olabilir. Alınan karşılığın bir sermaye piyasası aracı olması ise, çeşitli sebeplerle konunun sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmesini gerektirmektedir.

Kitle fonlaması ilk kez Aralık 2017’de SePK’da<sup>1</sup> düzenlenmiş; bu düzenlemeyi takiben SPK, yatırımcı olarak adlandırılan kişilerin katkıları karşılığında, gerçekleşmesi planlanan faaliyeti yürütecek olan şirketten (girişim şirketi) pay aldıkları paya dayalı kitle fonlamasını Tebliğ<sup>2</sup> ile düzenlemiştir.

Çalışmamızın amacı, kitle fonlaması yönteminin amaçlarının ortaya konulması ve paya dayalı kitle fonlamasının, dünyada Çin’den sonra kitle fonlamasının en yaygın uygulandığı ülke olan ABD’de<sup>3</sup> tâbi olduğu düzenlemeler ile Türk hukukunda tâbi olduğu düzenlemelerin karşılaştırmalı hukuk çerçevesinde değerlendirmesinin yapılmasıdır.

Çalışmamızın ilk bölümünde kitle fonlaması kurumu; kitle fonlamasının tarihsel gelişimi, türleri, ekonomik işlevi ve riskleri ortaya konularak tanıtılacaktır. Bu

---

<sup>1</sup> 30 Aralık 2012 tarih ve 28513 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.

<sup>2</sup> 3 Ekim 2019 tarih ve 30907 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III – 35/A.1).

<sup>3</sup> P2P Market Data, Crowdfunding Statistics Worldwide: Volume by Country and Industry Trends, <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-statistics-worldwide/>.

kapsamda, disiplinler arası bir yöntem benimsenerek; hukuk, ekonomi ve işletme alanlarında kitle fonlaması kurumunun işlevini ve risklerini açıklayan yerli ve yabancı literatüre atıfta bulunulacaktır. Böylece kitle fonlaması düzenlemelerinin hangi amaca yöneldiği ve hangi hukuki menfaatleri dengelemesi gerektiği konusunda bir çerçeve çizilecektir.

İkinci bölümde, ABD hukukunda paya dayalı kitle fonlaması düzenlemeleri açıklanacaktır. Bu doğrultuda kitle fonlaması düzenlemelerinin sermaye piyasası mevzuatındaki yeri ile kitle fonlaması tarafları olan fon toplayan kişiler, kitle fonlaması aracıları ve kitle fonlaması yatırımcılarına ilişkin düzenlemelerin işlevselliği değerlendirilecektir.

Üçüncü bölümde ise, kitle fonlamasının Türk sermaye piyasası ve şirketler hukuku mevzuatındaki yeri açıklanacak; kitle fonlamasına ilişkin SePK ve Tebliğ düzenlemelerinin işlevselliği, ilk bölümde oluşturulacak çerçevede ve ikinci bölümde açıklanan ABD hukuku düzenlemeleriyle karşılaştırılarak değerlendirilecektir. Tebliğ hükümleri kapsamında, kitle fonlaması yoluyla fon toplayan kişiler ile kitle fonlaması aracıları ve kitle fonlaması yatırımcıları arasında doğacak olan ilişkilerin hukuki niteliği belirlenecektir. Böylece, kısa bir süre önce yürürlüğe girmiş olan ve henüz belirli yönleriyle sınırlı olarak değerlendirilmiş olan Tebliğ'in hükümlerinin kapsamlı şekilde ve karşılaştırmalı hukuk perspektifinden değerlendirilmesi hedeflenmektedir.

## BİRİNCİ BÖLÜM - KİTLE FONLAMASI KURUMU

### 1.1. KİTLE FONLAMASI TANIMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ

Kitle fonlaması terimi henüz Türk Dil Kurumu sözlüğünde yer almıyor olmakla birlikte, yabancı kaynaklarda kitle fonlaması kavramının karşılığı olan “crowdfunding” sözcüğünün sözlük tanımından yola çıkılarak, kitle fonlaması kısaca “bir proje veya girişim için, çok sayıda kişinin genelde internet üzerinden, görece düşük tutarlarda katkıda bulunması sayesinde para toplanarak kaynak sağlanması şeklindeki uygulama”<sup>4</sup> olarak tanımlanabilir. İnternetin, bilgiyi kitlelere ulaştırmak konusunda kolaylık sağlaması ve işlem masraflarını düşürmesi ile sosyal medya üzerinden bir iletişim ağı (*network*) kurulabilmesi bu şekilde bir finansman yöntemini mümkün ve yaygın kılan en önemli faktörlerdendir.<sup>5</sup>

Tipik olarak kitle fonlaması kavramı, internet aracılığıyla ulaşılan kitlelerin katkısıyla fon yaratılması anlamında kullanılmaktadır.<sup>6</sup> Bununla birlikte çok sayıda kişiden küçük katkılarla fon yaratılması uygulaması, internetin kullanılmaya başlamasından çok daha öncesine dayanmaktadır. 17. ve 18. yüzyıl İngiltere’inde kitap basımı faaliyeti kitap henüz basılmadan önce çok sayıda katkı sahibi tarafından finanse edilirdi. Bu katkı sahiplerinin bir listesine ise kitapta yer verilirdi (*subscription publication*). Bu uygulama kitle fonlamasının ilk örneklerinden kabul edilebilir.<sup>7</sup> Benzer şekilde politikacıların seçim kampanyalarının finansmanında seçmenlerinin bağış şeklindeki katkılarından yararlanması da bir kitle fonlaması uygulamasıdır.<sup>8</sup>

---

<sup>4</sup> Oxford Online Sözlüğü, <https://en.oxforddictionaries.com/definition/crowdfunding> : “The practice of funding a project or venture by raising money from a large number of people who each contribute a relatively small amount, typically via the Internet.”

<sup>5</sup> Armour/Enriques, sf. 2; Agraval/Catalini/Goldfarb, sf. 6.

<sup>6</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 6; Yanlı, *BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 32-33; Manavgat, *Kitle Fonlaması*, sf. 766; Memiş/Turan, sf. 172.

<sup>7</sup> Clapp, sf. 199; Galkiewicz/Galkiewicz, sf. 13.

<sup>8</sup> Bradford, *Columbia Business Law Review*, sf. 11.

Kitle fonlaması, tarihsel olarak, para dışındaki diğer kaynakların toplanması için kitlelere yapılan yaygın çağrı olarak tanımlanan ve kitle kaynaklandırması (*crowdsourcing*) olarak tâbir edilen kavramın bir uzantısı olarak da görülmektedir.<sup>9</sup> Kitlelerin içerik katkılarıyla oluşturulan ve geliştirilen bir yazılım olan *Linux*,<sup>10</sup> politikacıların ve büyük şirketlerin dikkatini çekecek kampanyalar için kitleleri imzaya davet eden *change.org*,<sup>11</sup> kitle kaynaklandırması örneklerindedir.

İnternet üzerinden yapıldığı bilinen ilk kitle fonlaması uygulaması, 1997 yılında İngiliz rock grubu *Marillion*'un, planladığı ABD konserini gerçekleştirmek için,<sup>12</sup> internet üzerinden ulaştığı hayranlarının katkılarıyla, 60.000 ABD doları tutarında kaynak elde etmesidir.<sup>13</sup>

Finansmana ihtiyaç duyan proje sahipleri ile potansiyel yatırımcıları bir araya getiren internet üzerindeki ilk kitle fonlaması aracı/platformu<sup>14</sup> ise, sanatçıların desteklenmesi için 2001 yılında kurulan “*artistShare*”dir.<sup>15</sup> 2003 yılından bu yana *artistShare* aracılığıyla desteklenen sanatçılar, 32 kez Grammy ödülüne aday olmuş, 11 kez Grammy ödülü kazanmıştır.<sup>16</sup> 2008 yılında ise, yaratıcı projeleri desteklemek amacıyla bugün uluslararası tanınırlığı en yüksek kitle fonlaması platformlarından birisi olan “*Kickstarter*” kurulmuştur.<sup>17</sup> Kuruluşundan bu yana *Kickstarter*'da 164 bin proje, 16 milyon yatırımcıya ulaşmış ve toplamda 4,3 milyar ABD doları tutarında kaynak yaratılmıştır.<sup>18</sup> *Kickstarter*'da en çok kaynak yaratılan proje ise, 2015 yılında

---

<sup>9</sup> *Hurt*, sf. 222-223; *Bowman*, sf. 320; *Küçükgüngör*, sf. 25-26.

<sup>10</sup> *Bradford*, *Columbia Business Law Review*, sf. 27.

<sup>11</sup> <https://www.change.org/>; *Hurt*, sf. 223.

<sup>12</sup> *Akbulak*, sf. 55.

<sup>13</sup> *Galkiewicz/Galkiewicz*, sf. 13.

<sup>14</sup> ABD hukukunda kitle fonlaması aracısının internet sitesine platform denilirken [RC § 227.300(c)(4)], Türk hukukunda, aracının kendisine platform ismi verilmektedir [SePK m. 35/A(1); Tebliğ m. 4(1)(k)].

<sup>15</sup> <http://www.artistshare.com/about>; *Girasa/Magaldi/Kraus*, sf. 65.

<sup>16</sup> <http://www.artistshare.com/home/newartists>

<sup>17</sup> *Çubukçu*, sf. 159.

<sup>18</sup> <https://www.kickstarter.com/about?ref=global-footer#the-full-story>

78471 kişi tarafından desteklenerek 20.338.986 ABD doları tutarında kaynağa ulaşan *Pebble Time* isimli akıllı saat olmuştur.<sup>19</sup>

2018 yılı itibarıyla dđnyada 2000 civarında kitle fonlaması platformu bulunmaktadır.<sup>20</sup> Kitle fonlaması uygulamalarına internet üzerinde alan sağlayan platformlar, alan sağladıkları projelerin tđrlerine gđre farklılık gđsterebilmektedir. Kickstarter gibi bazı platformlar sadece bir ũrđn yaratılmasına ilişkin projeler için alan sağlarken,<sup>21</sup> sadece hayırseverlik amacıyla bağış yapılması için projeler yayınlayan (örneğin, “*GoFundMe*”),<sup>22</sup> proje sahiplerine sadece ödünç para verilmesine imkân sağlayan (örneğin, “*Kiva*”),<sup>23</sup> veya projeye yapılan yatırım karşılığında ilgili proje sahibi şirket nezdinde pay sahibi olunmasını sağlayan projelere yđnelik (örneğin, “*CircleUp*”)<sup>24</sup> platformlar bulunmaktadır.

Tipik olarak, bir kitle fonlaması sđreci kısaca şu şekilde gelişir:

Gerçekleştirmek istediği bir proje için finansmana ihtiyaı olan proje sahibi, bir kitle fonlaması aracısına başvurur.<sup>25</sup> Bu başvuruda projenin amacı, ulaşılmak istenen fon tutarı ve yatırımcılara yatırımlarına karşılık olarak sağlanacak edimler açıklanır.<sup>26</sup>

Aracının onayıyla<sup>27</sup> proje için, platformun standartlarına uygun bir kampanya sayfası oluşturulur. Örneğin, Kickstarter’da oluşturulacak bir kampanya sayfasında, projenin hikayesini anlatan bir yazının ve videonun, yatırımcılara yatırımları karşılığında

---

<sup>19</sup> <https://www.kickstarter.com/discover/most-funded>;  
[https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-time-awesome-smartwatch-no-compromises?ref=discovery\\_most\\_funded](https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-time-awesome-smartwatch-no-compromises?ref=discovery_most_funded).

<sup>20</sup> *Galkiewicz/Galkiewicz*, sf. 14.

<sup>21</sup> Kickstarter’da sadece hayırseverlik amacıyla proje yayınlanmasına izin verilmemekte, projelerin sahibi olan şirketlerde pay sahipliği hakkı kazandıracak karşılıklar verilmesi kabul edilmemektedir.  
<https://www.kickstarter.com/rules?ref=global-footer>

<sup>22</sup> <https://www.gofundme.com/questions>

<sup>23</sup> <https://www.kiva.org/about/how>

<sup>24</sup> <https://circleup.com/>

<sup>25</sup> *Atsan/Erdoğan*, sf. 306; *Onur/Değirmenci*, sf. 4.

<sup>26</sup> *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 10.

<sup>27</sup> *Atsan/Erdoğan*, sf. 306; herhangi bir ön inceleme yapılmaksızın başvuru yapan herkesin projesini yayınlayan platformlar da bulunmaktadır, bkz. *Onur/Değirmenci*, sf. 4.

sağlanacak edimlerin bir listesinin ve sürece ilişkin olarak yatırımcılara güncellemeler yapılacak bir bölümün bulunması beklenir.<sup>28</sup>

Tipik olarak, projelerin hedefledikleri kaynaklara ulaşmaları konusunda bir süre kısıtlaması bulunur. Belirlenen sürede hedeflenen fon tutarına ulaşılmaması durumunda, toplanan fonlar yatırımcılara iade edilir.<sup>29</sup> Ancak, yatırımcılara bu konuda bilgi vermek kaydıyla, hedefe ulaşılmasa dahi toplanan fonların proje sahibine aktarılmasını mümkün kılan seçenekler de bulunabilir.<sup>30</sup>

Kampanya yayına girdikten sonra, belirlenen kampanya süresince yatırımcılar projeye katkıda bulunabilirler. Yatırımcılar tarafından proje için aktarılan bu tutarlar, aracı veya aracının birlikte çalıştığı bir ödeme kuruluşu/yeddiemin tarafından tutulur.<sup>31</sup>

Kampanya süresi sonunda, hedeflenen tutara ulaşıp ulaşılmadığı konusunda yatırımcılara bilgi verilmesi gerekmektedir. Hedefe ulaşılmadığı ihtimalde, yatırımcılara iade öngören seçeneklerde, hedefe ulaşılamazsa toplanan fon yatırımcılara iade edilir. Ancak, hedefe ulaşılmasa dahi toplanan tutarların proje sahibine iletileceği seçenekte, toplanan fon, proje sahibine (çoğu zaman aracı tarafından belli bir komisyon kesintisi yapılarak) aktarılır.<sup>32</sup>

## 1.2. KİTLE FONLAMASI TÜRLERİ

Kitle fonlamanın temelde dört farklı yöntemle uygulandığı görülmektedir. Bu yöntemler bağışa dayalı kitle fonlaması (*donation model*), ödüle / ön-satışa dayalı kitle fonlaması (*reward / pre-purchase models*), (faizli veya faizsiz) borca dayalı kitle

---

<sup>28</sup> [https://www.kickstarter.com/help/handbook/getting\\_started?ref=handbook\\_hello](https://www.kickstarter.com/help/handbook/getting_started?ref=handbook_hello)

<sup>29</sup> *infoDev*, sf. 21; *Onur/Değirmenci*, sf. 4; [https://www.kickstarter.com/help/handbook/funding?ref=handbook\\_rewards](https://www.kickstarter.com/help/handbook/funding?ref=handbook_rewards)

<sup>30</sup> <https://support.indiegogo.com/hc/en-us/articles/205138007-Choose-Your-Funding-Type-Can-I-Keep-My-Money->

<sup>31</sup> *Atsan/Erdoğan*, sf. 303. Örneğin Indiegogo ödeme hizmetleri konusunda Stripe isimli bir hizmet sağlayıcı ile çalışmaktadır: [https://www.indiegogo.com/about/terms?utm\\_source=learn&utm\\_medium=referral&utm\\_campaign=ent-trustandsafety&utm\\_content=bodylink#/indiegogosrole](https://www.indiegogo.com/about/terms?utm_source=learn&utm_medium=referral&utm_campaign=ent-trustandsafety&utm_content=bodylink#/indiegogosrole).

<sup>32</sup> *Atsan/Erdoğan*, sf. 306-307.

fonlaması (*lending model / peer to peer lending/ loan based crowdfunding*) ve paya dayalı kitle fonlamasının (*equity model/ investment based crowdfunding*) da içinde yer aldığı sermaye piyasası araçlarına dayalı kitle fonlamasıdır.<sup>33</sup>

### **1.2.1. Bağışa Dayalı Kitle Fonlaması**

Bağışa dayalı kitle fonlamasında yatırımcılar, herhangi bir karşı edim taahhüdü bulunmaksızın faaliyetlerini destekledikleri bir kişi veya organizasyonun projesine sosyal yardım ve hayırseverlik maksadıyla katkıda bulunurlar.<sup>34</sup>

### **1.2.2. Ödüle / Ön-Satışa Dayalı Kitle Fonlaması**

Ödüle / ön-satışa dayalı kitle fonlamasında ise yatırımcılar, projenin hedeflediği fonu sağlaması koşuluyla, bir ürün veya ödüle kavuşurlar.<sup>35</sup> Eğer fon talep eden şirket, projesini gerçekleştirdiğinde piyasaya süreceği ürünü, ilk aşamada kendisine yatırım yapan kitle fonlaması yatırımcılarına taahhüt ediyor ise, bu ön-satışa dayalı kitle fonlamasıdır.<sup>36</sup> Ödüle dayalı kitle fonlamasında ise yatırımcıların alacağı karşılık, “ödül”, fon talep eden kişi veya şirketin yapacağı projeden bağımsızdır.<sup>37,38</sup> Ödüle /ön-satışa dayalı kitle fonlaması uygulamalarında yatırımcının yatırımının karşı edimi,

---

<sup>33</sup> Zengin/Yüksel/Kartal, sf. 23; Atsan/Erdoğan, sf. 302; Hurt, sf. 233-234; Baytemür, sf. 599; Yüksel, sf. 1939; Küçükgüngör, sf. 30-35. Benzer bir sınıflandırma için ayrıca bkz. Yanlı, *BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 33-34.

<sup>34</sup> Bradford, *Columbia Business Law Review*, sf. 15; infoDev, sf. 20; Heminway, *Regulation of Crowdfunding*, sf. 2; Yüksel, sf. 1939.

<sup>35</sup> Bradford, *Columbia Business Law Review*, sf. 16; infoDev, sf. 20.

<sup>36</sup> Bradford, *Columbia Business Law Review*, sf. 16; Heminway, *Regulation of Crowdfunding*, sf. 3; Baytemür, sf. 601. Ön-satışa dayalı kitle fonlaması, şirketler için finansal açıdan kaynak sağlamanın yanı sıra, piyasaya sürülmesi planlanan bir ürünün satış potansiyeli hakkında da şirkete bilgi sağlar, bkz. Armour/Enriques, sf. 20; Zengin/Yüksel/Kartal sf. 29; Atsan/Erdoğan, sf. 300.

<sup>37</sup> Baytemür, sf. 601.

<sup>38</sup> Örneğin, yurtdışında yüksek lisans yapmak için gerekli eğitim ücretlerini karşılamak için kitle fonlamasına başvuran öğrencinin, gerekli fona ulaştığında, eğitim alacağı ülkeden yatırımcılarına kartpostal, anahtarlık göndermesi veya bir film için fon katkısında bulunan yatırımcıların t-shirt veya set günlüğü kazanmaları gibi. Zaman zaman taahhüt edilen karşı edim olan ödül, bir yapma edimi de olabilir; örneğin, bir film yapımı için belli tutarda yatırım yapan yatırımcıların, filmin başrol oyuncusu ile beş dakikalık bir telefon görüşmesi yapma hakkı kazanması gibi.

finansal olmayan bir üründür.<sup>39</sup> Projenin gerçekleşmesi durumunda yatırımcıların pay, kâr payı, faiz gibi bir karşı edime ulaşmaları söz konusu değildir.

### **1.2.3. Borca Dayalı Kitle Fonlaması**

Borca dayalı kitle fonlamasında yatırımcılar, belirlenen bir vadede proje sahibi tarafından faizli<sup>40</sup> veya faizsiz<sup>41</sup> olarak geri ödenmesi<sup>42</sup> karşılığında projeye fon sağlarlar.<sup>43</sup> Borçlanma işleminin sermaye piyasası araçlarının satışıyla gerçekleşmesi hâlinde, sermaye piyasası mevzuatına tabi olunacaktır.<sup>44</sup>

### **1.2.4. Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Kitle Fonlaması**

Sermaye piyasası araçlarına dayalı kitle fonlamasında yatırımcılar, yatırımları karşılığında, fonlama ile yapılmak istenen projeyi gerçekleştirmek için kurulmuş veya kurulacak bir şirkette pay sahibi olur (paya dayalı kitle fonlaması) veya bu şirket tarafından ihraç edilmiş pay dışında sermaye piyasası araçlarına sahip olurlar.<sup>45</sup>

## **1.3. KİTLE FONLAMASININ EKONOMİK İŞLEVİ**

### **1.3.1. Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlamasının Ekonomik İşlevi**

Tarihsel gelişimi incelendiğinde, kitle fonlaması, özellikle inovatif bir projeyi hayata geçirme amacı taşıyan girişimcilerin, finansal kaynak sağlamak için başvurdukları bir finansman yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira kitle fonlaması yöntemi,

---

<sup>39</sup> *Yüksel*, sf. 1940.

<sup>40</sup> *infoDev*, sf. 20; *Yüksel*, sf. 1940.

<sup>41</sup> *Atsan/Erdoğan*, sf.303. Faiz alınmaksızın borç verme temelli kitle fonlamasının bir örneğini teşkil eden “Kiva” isimli platformun da hayırseverlik temelinde işlev gösterdiği anlaşılmaktadır (<https://www.kiva.org/about>).

<sup>42</sup> Geri ödeme yükümlülüğünün, bu tür kitle fonlaması uygulamasının ayırt edici özelliği olduğu görüşü için bkz. *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 772

<sup>43</sup> *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 20; *Heminway, Regulation of Crowdfunding*, sf. 3.

<sup>44</sup> *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 772.

<sup>45</sup> *Murphy*, sf. 793; *infoDev*, sf. 20; *Yüksel*, sf. 1940. Söz konusu model doktrininde, “sermaye yatırımı modeli” olarak da adlandırılmaktadır, bkz. *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 772.

özellikle yeni kurulmuş ve küçük ölçekli şirketler açısından, geleneksel finansman yöntemlerinin kaynak sağlayamadığı durumlara bir alternatif teşkil etmektedir.<sup>46</sup>

Geleneksel finansman yöntemlerinin başında gelen banka kredileri, yeni kurulmuş ve küçük ölçekli şirketler tarafından çoğu zaman kullanılamamaktadır: Öncelikle, bu tür şirketlerin çoğu zaman ihtiyaçları olan kredi için bankaların talep edeceği teminatları sağlama imkânı bulunmamaktadır.<sup>47</sup> Ayrıca, özellikle yeni kurulmuş şirketlerin kredi geri ödemeleri için gerekli stabil bir nakit akışından yoksun olmaları, bankaların kredi vermek için aradığı güvenilirliğin sağlanamaması ve dolayısıyla bu finansman kaynağına erişilememesi sonucuna yol açmaktadır.<sup>48</sup> Kaldı ki, bu şekilde bir finansman kaynağına erişim mümkün olsa dahi, şirketin ilk yıllarında, gelirinin önemli bir kısmını kredi ödemeye ayıracak olması, gelişimini olumsuz etkileyecektir.<sup>49</sup>

Banka kredilerinin stabil bir nakit akışı gerektirmesi karşısında, banka kredilerine alternatif olarak paya dayalı iki ana finansman türü karşımıza çıkmaktadır.

Bunlardan ilki olarak değerlendirilebilecek kategoride risk sermayedarları (*venture capitalists*) ve melek yatırımcılar (*angel investors*) yer almaktadır.<sup>50</sup> Hem risk sermayedarlarının hem melek yatırımcıların amacı, yatırım yapacakları şirkette yüksek oranda pay sahibi olup, şirketin değer kazanarak paylarının üçüncü kişilere satılabileceği veya halka arz edilebileceği ihtimalde, yatırımlarını yüksek kâr ile geri almaktır.<sup>51</sup> Dolayısıyla, ilgili şirketin gelişim sürecinde, banka kredisinden farklı olarak, bu yatırımcılara bir geri ödeme yapılması gerekmeyecektir.<sup>52</sup> Öte yandan, ancak az sayıda şirket, bu yatırımcılar tarafından yatırım yapılmaya değer bulunur;<sup>53</sup>

---

<sup>46</sup> *Atsan/Erdoğan*, sf. 300.

<sup>47</sup> *Armour/Enriques*, sf. 6; *Bowman*, sf. 323; *Baytemür*, sf. 608.

<sup>48</sup> *Murphy*, sf. 782; *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 102.

<sup>49</sup> *Bowman*, sf. 323.

<sup>50</sup> Risk sermayedarları üçüncü kişilerden topladıkları fonları küçük şirketlerde pay sahibi olarak değerlendirirken, melek yatırımcılar kendilerine ait fonları aynı şekilde değerlendirmektedir, *Murphy*, sf. 784-785.

<sup>51</sup> *Murphy*, sf. 783-784.

<sup>52</sup> *Bowman*, sf. 323.

<sup>53</sup> *Baytemür*, sf. 608.

bu yatırımcılar, yatırımlarına kıyasen önemli yönetsel haklar almak isterler ve fiziksel olarak da yakın olup kontrol edebilecekleri projeleri tercih ederler.<sup>54</sup> Fikir sahibinin, şirketin yönetim kontrolünü, sermaye sahibine teslim etmek istemediği veya coğrafi uzaklık<sup>55</sup> vesair sebeplerle projesinin bu yatırımcılar tarafından yatırım yapılmak için uygun bulunmadığı yüksek ihtimalde, bu finansman türü de elverişli olmayacaktır.

Paya dayalı bir diğers finansman türü ise halka arzdır. Şirketin yönetim kontrolünün fikir sahibinde kalacağı bu finansman türüyle ilgili en önemli sorun ise, özellikle izahname hazırlama yükümlülüğünden kaynaklanan masrafların yüksek olmasıdır.<sup>56</sup>

Bu noktada paya dayalı kitle fonlamasının ekonomik işlevinin, banka kredisine erişemeyen, risk sermayedarları veya melek yatırımcılara yönetim haklarını devretmeyi tercih etmeyen veya onlar tarafından tercih edilmemiş girişimciler için, izahname hazırlama masraflarına katlanmaksızın, kitlelerden küçük tutarlarda katkı toplayarak finansman sağlamak olduğu söylenebilir.<sup>57</sup>

Daha yüksek finansmana ihtiyaç duyacak şirketler açısından ise, kitle fonlamasının, risk sermayedarları veya melek yatırımcılara alternatif olmak yerine, bir projenin hayata geçmesi sürecinde risk sermayedarları veya melek yatırımcılardan önceki aşamada devreye girecek bir finansman aşaması olarak da kullanılması mümkündür.<sup>58</sup>

### **1.3.2. Yatırım Aracı Olarak Kitle Fonlamasının Ekonomik İşlevi**

Tarihsel olarak kitle fonlaması, bağışa ve ödüle dayalı kitle fonlaması uygulamaları<sup>59</sup> ile başlamış ve gelişmiştir. Özellikle ödüle dayalı kitle fonlaması uygulamaları ile

---

<sup>54</sup> *Armour/Enriques*, sf. 7; *Murphy*, sf. 787; *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 103.

<sup>55</sup> *Zengin/Yüksel/Kartal*, sf. 29.

<sup>56</sup> *Armour/Enriques*, sf. 8; *Bowman*, sf. 324; *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 766.

<sup>57</sup> Barack Obama's Remarks on JOBS Act, 5 Nisan 2012, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/DCPD-201200249/pdf/DCPD-201200249.pdf>.

<sup>58</sup> *Hurt*, sf. 221; *infoDev*, sf. 16, 22.

<sup>59</sup> Bkz. yukarıda 1.2.1. Bağışa Dayalı Kitle Fonlaması ve 1.2.2. Ödüle / Ön-Satışa Dayalı Kitle Fonlaması

finanse edilen projelerin başarısı, projelere katkıda bulunan yatırımcıların, projelerin kârından da yararlanmasını sağlayacak hukuki mekanizmalara ihtiyaç doğurmuştur.<sup>60</sup>

Paya dayalı kitle fonlamanın önemini gösteren bir örnek olarak, Oculus Rift şirketinin kurucusu Palmer Luckey'nin, 2012 yılında, Kickstarter'da, sanal gerçeklik başlığı üretimi için 250.000 ABD dolarlık hedefle başlattığı proje gösterilebilir. 9522 kişi toplamda bu projeye 2.437.429 ABD dolarlık destek sağlamış; bunun karşılığında Kickstarter'ın bu projeye ayrılan sayfasında vaadedilen ve katkı tutarına göre değişen bir yelpazede poster, tişört gibi ödülleri almışlardır.<sup>61</sup>

Kitle fonlaması yatırımcıların katkılarıyla hayata geçebilmiş olan bu proje, 2 yıl sonra, 2014 yılında 2 milyar ABD doları karşılığında Facebook'a satılmış;<sup>62</sup> projeyi başlangıçta finansal olarak destekleyen kitle ise, bu satıştan hiçbir fayda sağlayamamıştır. Bu projeye katkı sağlayan kişiler katkıları karşılığında poster yerine şirketin paylarını satın almış olsalardı, bu kişilerin iki yıl içinde yatırımlarının 145 katı kâr elde edebilecekleri tahmin edilmektedir.<sup>63</sup>

Bu ve buna benzer başarılı örnekler, paya dayalı kitle fonlamanın, yatırımcılar açısından önemini ortaya koymaktadır.

#### **1.4. KİTLE FONLAMASININ YATIRIMCILAR AÇISINDAN TAŞIDIĞI RİSKLER**

Başarılı projelerin kârlılığında yararlanabilmeleri anlamında paya dayalı kitle fonlaması düzenlemeleri yatırımcılar için çok önemli bir rol oynarken; bir yandan da kitle fonlaması yöntemiyle yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımlar, yatırımcılar açısından önemli riskler taşımaktadır.

---

<sup>60</sup> Won, sf. 1395.

<sup>61</sup> <https://www.kickstarter.com/projects/1523379957/oculus-rift-step-into-the-game>

<sup>62</sup> <https://www.theguardian.com/technology/shortcuts/2014/mar/26/oculus-rift-facebook-fury-kickstarter-funders>

<sup>63</sup> <https://wefunder.com/post/42-what-if-oculus-crowdfunded-for-equity>

Öncelikle, yeni bir fikri hayata geçirmek üzere kurulmuş olan, gelişiminin erken dönemlerindeki şirketlerin başarılı olmama riski yüksek görülmekte;<sup>64</sup> bu riskin gerçekleşmesi ise yatırımcıların tüm yatırımlarını kaybetmesiyle sonuçlanmaktadır.<sup>65</sup> Profesyonel yatırımcıların başarı potansiyeline inandıkları şirketlere yatırım yaptıkları düşünüldüğünde, kitle fonlaması yöntemine başvurmak durumunda kalan şirketlerin, başarı potansiyeli konusunda profesyonellerden yatırım almayı sağlayamamış şirketler olma ihtimalinin yüksekliği, bu riski güçlendirmektedir.<sup>66</sup>

Yatırım yapılan şirketin faaliyetine devam edebilmesi ihtimalinde ise, kitle fonlaması yatırımcıları açısından bir diğer risk, söz konusu şirkete yapılan yatırım karşılığında alınan payların satılabileceği uygun bir pazar bulunamaması ihtimalidir.<sup>67</sup>

Kitle fonlaması araçlarının, kendi kazançlarını arttırmak amacıyla, yatırım yapılacak şirketlerin potansiyel kazançlarına ilişkin beklentiyi yüksek göstermesi şeklindeki çıkar çatışması veya bu araçların kötü yönetilmesi ihtimali, kitle fonlamasına özgü diğer risk faktörlerindedir.<sup>68</sup>

Kitle fonlaması kampanyalarının, dolandırıcılık veya kara para aklama amacıyla kullanılması ihtimali ise bir başka risk faktörüdür.<sup>69</sup>

---

<sup>64</sup> *Girasa/Magaldi/Kraus*, sf. 66; *Onur/Değirmenci*, sf. 9.

<sup>65</sup> SEC'nin 10 Mayıs 2017 tarihli Kitle Fonlaması Yatırımcı Bilgilendirme Güncellemesi, <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletin-crowdfunding-investors>.

<sup>66</sup> *Dorff*, sf. 27.

<sup>67</sup> SEC'nin 10 Mayıs 2017 tarihli Kitle Fonlaması Yatırımcı Bilgilendirme Güncellemesi, <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletin-crowdfunding-investors>.

<sup>68</sup> Financial Conduct Authority, Consultation Paper CP 13-13, No. 2.20 – 2.24.

<sup>69</sup> SEC'nin 10 Mayıs 2017 tarihli Kitle Fonlaması Yatırımcı Bilgilendirme Güncellemesi, <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletin-crowdfunding-investors>; Financial Conduct Authority, Consultation Paper CP 13-13, No. 2.20 – 2.24; *Girasa/Magaldi/Kraus*, sf. 66; *Onur/Değirmenci*, sf. 10, 13; *Onur/Kalkan*, sf. 723-724.

Kitle fonlamasının fon arayan kişiler ve yatırımcılar açısından ekonomik işlevi ile yatırımcılar açısından riskleri değerlendirildiğinde, kitle fonlamasına ilişkin hukuki düzenlemeler, söz konusu işlevler ve riskler arasında bir denge kurmaya yönelmelidir.

## İKİNCİ BÖLÜM - ABD HUKUKUNDA PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASI

### 2.1. GİRİŞ

2008 ekonomik krizi, ABD’de özellikle küçük işletmelerin finansman imkânlarını oldukça kısıtlamıştır.<sup>70</sup> Sermaye piyasası hukukunun idari yükümlülüklerini azaltarak, yenilikçi fikirleri hayata geçirecek şirketlerin finansman imkânlarını arttırmak ve böylece istihdam sorununa çözüm getirmek amacıyla,<sup>71</sup> 5 Nisan 2012 tarihinde *JOBS Act* kanunlaştırılmıştır.<sup>72</sup>

*JOBS Act*’in III. bölümü olan *Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012*<sup>73</sup> ya da diğer adıyla *CROWDFUND Act*, SA<sup>74</sup> SEA’da<sup>75</sup> değişiklikler yapmış ve bu değişikliklerle paya dayalı kitle fonlaması, SA ve SEA kapsamında düzenlenmiştir (*JOBS Act*. böl. 301-302).<sup>76</sup>

---

<sup>70</sup> Knight, <https://www.cato.org/publications/policy-analysis/walk-through-jobs-act-2012-deregulation-wake-financial-crisis>.

<sup>71</sup> Barack Obama’s Remarks on JOBS Act, 5 Nisan 2012, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/DCPD-201200249/pdf/DCPD-201200249.pdf>; Knight, <https://www.cato.org/publications/policy-analysis/walk-through-jobs-act-2012-deregulation-wake-financial-crisis>; Coffee/Sale/Henderson, sf. 146; Murphy, sf. 777; Girasa/Magaldi/Kraus, sf. 65; Kırbıyık, sf. 305-306.

<sup>72</sup> Public Law 112-106, Jumpstart Our Business Startups Act, 5 Nisan 2012.

<sup>73</sup> 2012 yılı Dolandırıcılığın ve Etik Dışı Şekilde Bilgi Açıklamamanın Caydırılması Suretiyle Çevrimiçi Sermaye (Fon) Toplanması Kanunu olarak tercüme edilebilir.

<sup>74</sup> Public Law 73-22, an Act to provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes, Securities Act of 1933, 27 Mayıs 1933.

<sup>75</sup> Public Law 115-141, an Act to provide for the regulation of securities exchanges and of over-the-counter markets operating in interstate and foreign commerce and through the mails, to prevent inequitable and unfair practices on such exchanges and markets, and for other purposes, Securities Exchange Act of 1934, 6 Haziran 1934.

<sup>76</sup> Hurt, sf. 244.

16 Mayıs 2016’da ise SEC’nin<sup>77</sup> paya dayalı kitle fonlamasına ilişkin ikincil düzenlemesi olan RC<sup>78</sup> yürürlüğe girmiştir.<sup>79</sup>

RC’nin yürürlüğe girişinden 31 Aralık 2018’e kadar, kitle fonlaması istisnasından yararlanılarak toplamda 1351 ihraç başlatılmış, bunların 519’u tamamlanmış ve toplamda 108,2 milyon ABD doları tutarında fon yaratılmıştır.<sup>80</sup> Aynı süreçte toplamda 45 adet fonlama portalı kurulmuştur.<sup>81</sup>

## **2.2. MENKUL KIYMETLERİN KAYDEDİLMESİ ZORUNLULUĞU VE HALKA AÇIK ŞİRKET STATÜSÜNÜN İSTİSNASI OLARAK DÜZENLENEN KİTLE FONLAMASI**

Menkul kıymet kavramı, SA böl. 2(a)(1) ile SEA böl. 3(a)(10)’da tanımlanmıştır.<sup>82</sup> Tanımlarda, hangi araçların menkul kıymet teşkil ettiği uzun birer liste olarak sayılmıştır. Bir aracın menkul kıymet tanımına girip girmediği değerlendirilirken iki aşamalı bir inceleme yapılmaktadır. Öncelikle ilgili aracın tanımlarda özel olarak sayılan araçlardan biri olup olmadığı incelenir.<sup>83</sup> İlgili araç, tanımlarda özel olarak sayılan araçlardan biri değilse; ilgili aracın yine tanımlarda yer alan ve genel kapsamlı bir terim olarak değerlendirilen “yatırım sözleşmesi” (*investment contract*) terimi

---

<sup>77</sup> SEC, SPK muadili, ABD’de sermaye piyasasını denetleyen ve düzenleyen federal idaredir, bkz. SEC’nin internet sitesinin “faaliyetlerimiz” sayfası, <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#intro>.

<sup>78</sup> CFR, Title 17. Commodity and Securities Exchanges, Chapter II. Securities and Exchange Commission, Part 227. Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations, 16 Mayıs 2016.

<sup>79</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 1; SEC Basın Duyurusu 2015-249, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html>.

<sup>80</sup> SEC Personelinin SEC’ye Regulation Crowdfunding’e İlişkin 18 Haziran 2019 Tarihli Raporu, sf. 15.

<sup>81</sup> SEC Personelinin SEC’ye Regulation Crowdfunding’e İlişkin 18 Haziran 2019 Tarihli Raporu, sf. 27.

<sup>82</sup> Tanımların ifadesinde bazı farklılıklar olmakla birlikte, Yüksek Mahkeme (*Supreme Court*) her iki tanımın, esasen aynı enstrümanları kapsadığı görüşündedir, bkz. *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332 (1967).

<sup>83</sup> *Yanlı, BATİDER, Yatırım Sözleşmesi*, sf. 12.

kapsamına girip girmediği değerlendirilmelidir.<sup>84</sup> *SEC vs. Howey*<sup>85</sup> kararında ABD Yüksek Mahkemesi, yatırım sözleşmesini, sadece üçüncü kişilerin çabaları üzerinden kâr elde edilmesi amacıyla, bir işletmeye para yatırılması olarak tanımlamıştır.<sup>86</sup>

Buna göre, yatırımcıların, internet üzerindeki bir platform aracılığıyla, bir projeye yapacakları katkılar karşılığında, ilgili projenin sahibi olan şirketten pay aldıkları model, yani paya dayalı kitle fonlaması, yatırım sözleşmesi ve dolayısıyla menkul kıymet kavramı kapsamında değerlendirilmelidir.<sup>87</sup>

Kural olarak, menkul kıymetlerin halka arzı için SEC nezdinde bir kayıt yapılması zorunludur.<sup>88</sup> SA'nın 5. bölümü uyarınca, SA'nın 6. bölümünde öngörülen prosedür<sup>89</sup> izlenerek SEC nezdinde kaydedilmeyen menkul kıymetlerin, federal seviyede, doğrudan ve dolaylı olarak satılması, satılmak veya satın alınmak üzere bir teklife konu yapılması hukuka aykırıdır.<sup>90</sup>

SA'nın 4. bölümü, 5. bölümde düzenlenen menkul kıymetlerin kaydedilmesi zorunluluğunun istisnalarını düzenlemektedir. JOBS Act'in 302. bölümü düzenlemesi ile, SA'nın 4. bölümüne 6. altbölüm eklenerek, paya dayalı kitle fonlaması, menkul kıymetlerin kaydedilmesi zorunluluğunun bir istisnası hâline getirilmiştir.<sup>91</sup>

---

<sup>84</sup> *Coffee/Sale/Henderson*, sf. 259; *Yanlı, BATİDER, Yatırım Sözleşmesi*, sf. 12.

<sup>85</sup> *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Sonraki kararlarında, tanımdaki üçüncü kişi çabalarına ilişkin kısım da genişletilmiş, yalnızca üçüncü kişilerin çabasının aranması yerine, üçüncü kişilerin çabasının işletmenin yönetiminin esaslı unsuru olması yeterli bulunmuştur, bkz. *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F.2d 473, 483 (5th Cir. 1974).

<sup>86</sup> Söz konusu tanımın unsurlarının detaylı incelemesi için bkz. *Yanlı, BATİDER, Yatırım Sözleşmesi*, sf. 16-18.

<sup>87</sup> *Won*, sf. 1400; *Neslund*, sf. 32.

<sup>88</sup> *Bowman*, sf. 328; *Coffee/Sale/Henderson*, sf. 155.

<sup>89</sup> Söz konusu kayıt prosedürünün yaklaşık 1200 saatlik bir çalışma gerektirdiği, oldukça yüksek maliyetler getirdiği ve özellikle küçük işletmeler için uygulanabilir bir seçenek olmadığı değerlendirilmiştir, bkz. *Dorff*, sf. 9; aynı yönde bkz. *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 119.

<sup>90</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 7; *Heminway, Regulation of Crowdfunding*, sf. 13.

<sup>91</sup> *Bowman*, sf. 328.

Paya dayalı kitle fonlaması, SEA’da düzenlenen halka açık şirket statüsüne de bir istisna teşkil etmektedir. SEA böl. 12(g) uyarınca, toplam malvarlığı 10 milyon ABD dolarını aşan ve nitelikli olmayan paysahibi sayısı 500’ü veya toplam paysahibi sayısı 2000’i aşan şirketler, halka açık şirket statüsü kazanarak, halka açık şirketlere ilişkin yükümlülüklere tâbi olacaklardır.<sup>92</sup> Kitle fonlaması istisnasından yararlanılarak yapılan ihraçlarda pay edinen paysahipleri ise, (i) şirketin toplam malvarlığı 25 milyon ABD dolarını aşmadıkça ve (ii) şirket kitle fonlaması mevzuatının öngördüğü sürekli raporlama yükümlülüklerine<sup>93</sup> uymaya devam ettikçe, halka açık şirket statüsü için belirlenen pay sahibi sayısı hesabında dikkate alınmayacaklardır [SEA böl. 12(g)(6); CFR Part 240, § 240.12g-6].<sup>94</sup>

Bir menkul kıymet ihracının kitle fonlaması istisnası kapsamında kabul edilmesi için SEC’ye kayıtlı bir aracının kullanılması zorunludur [SA böl. 4(a)(6)(c)]. İhracın istisna kapsamında yapılabilmesi için (i) ihraççının, (ii) yatırımcının ve (iii) aracının uyması gereken düzenlemeler aşağıda sırasıyla ele alınacaktır.

### 2.2.1. Kitle Fonlaması İhraççıları

ABD Hukuku’nda, kitle fonlaması istisnası kapsamında payları ihraç edilen şirket için, ihraççı (*issuer*)<sup>95</sup> terimi kullanılmış; ihraççıların yükümlülükleri ve hangi şirketlerin kitle fonlaması istisnasından yararlanarak ihraççı olamayacağı düzenlenmiştir.

---

<sup>92</sup> *Choi/Pritchard*, sf. 611-612; *Coffee/Sale/Henderson*, sf. 155.

<sup>93</sup> Bkz. aşağıda 2.2.1.1.2. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülükleri.

<sup>94</sup> *Choi/Pritchard*, sf. 612; *Coffee/Sale/Henderson*, sf. 408. Bu düzenlemeyle, ihraççı şirketlerin, oldukça yüksek maliyetli yükümlülükleri olan halka açık şirket statüsüne girme ihtimalleri daha düşük olacaktır; dolayısıyla bu düzenleme, kitle fonlaması ihraçları için en önemli düzenlemelerden birisidir, bkz. *Bowman*, sf. 330.

<sup>95</sup> İhraççı (*issuer*) kavramı, SA böl. 2(a)(4) altında, menkul kıymet ihraç eden veya ihraç etmeyi öneren kişi olarak tanımlanmıştır. ABD Hukuku’na göre paya dayalı kitle fonlamasının değerlendirildiği bu bölümdeki açıklamalarda yer alan ihraççı ifadesinden, kitle fonlaması istisnasına uygun olarak payları ihraç edilen şirket anlaşılmalıdır.

### **2.2.1.1.Kitle Fonlaması İhraççılarının Yükümlülükleri**

SA'nın 4. bölümünün 6. altbölümünde, ihraççılara ilişkin olarak yıllık ihraç üst sınırı belirlenmiş ve ihraççıların, SA'nın 4A(b) hükmü altındaki düzenlemelere uymaları gerektiği belirtilmiştir [SA böl. 4(6)(A); SA böl. 4(6)(D)].

#### **2.2.1.1.1. Yıllık Kitle Fonlaması İhraç Tutarı Üst Sınırı**

SA'nın 4. bölümünün 6. altbölümü uyarınca, bir ihraççının, kitle fonlaması kapsamında yapacağı ihraçların tutarı, on iki aylık dönem için 1 milyon ABD dolarını aşamaz [SA böl. 4(6)(A)].<sup>96</sup>

Kanunda belirlenen bu tutarın, SEC tarafından en az beş yıllık periyotlarda revize edilmesi öngörülmüştür [SA böl. 4A(h)(1)].<sup>97</sup> RC uyarınca bu tutar şu anda 1.070.000 ABD dolarıdır (RC § 227.100).<sup>98</sup>

#### **2.2.1.1.2. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülükleri**

SA böl. 4A(b)(1) hükmü uyarınca, kitle fonlaması istisnası kapsamında yapılacak ihraçlar için ihraççı; Form C adı verilen bir beyan ile şirkete ilişkin olarak mevzuatta öngörülen bilgileri SEC'ye<sup>99</sup> ve aracıya sunmalı ve yatırımcılar için ulaşılabilir kılmalıdır [SA böl. 4A(b)(1); RC § 227.201; RC § 227.203(a)(1)].<sup>100</sup>

---

<sup>96</sup> Söz konusu limitin amacının, doğabilecek zararları sınırlandırmak olduğu yönünde bkz. *Girasa/Magaldi/Kraus*, sf. 72. Söz konusu limit belirlenirken, kayıt yükümlülüğünün masrafının, zarar riskinin ve kayıt yapılmasının riski ne kadar sınırlandıracağına dikkate alınması gerektiği yönünde bkz. *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 119-120. Söz konusu limitin sonucunda, tipik olarak sadece küçük ve az bilinen şirketlerin kitle fonlaması istisnasına başvuracağı yönünde bkz. *Choi/Pritchard*, sf. 606. Söz konusu limit aşıldığı takdirde limitin aşılmasına yol açan ihraçın geçersiz olacağı yönünde bkz. *Bowman*, sf. 330.

<sup>97</sup> *Choi/Pritchard*, sf. 606.

<sup>98</sup> *Heminway, Regulation of Crowdfunding*, sf. 15; *Baytemür*, sf. 612.

<sup>99</sup> İhraç öncesi söz konusu formda sunular bilgiler SEC tarafından incelenmemekte; inceleme konusunda sorumluluk aracılar bırakılmaktadır, bkz. SEC Personelinin SEC'ye Regulation Crowdfunding'e İlişkin 18 Haziran 2019 tarihli Raporu, sf. 28-29. Araçların bu konudaki sorumluluğu 2.2.3.2.4 Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler başlığında incelenmektedir.

<sup>100</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 41-42. *Dorff*, söz konusu bilgilendirme yükümlülüğünün, kayıt yükümlülüğü kapsamında bilgilendirme yükümlülüğünden daha dar kapsamlı olduğunu, ancak yine de ihraççıları

İhraççının sunacağı bilgiler özetle; şirketin mevcut sermaye yapısına ve yöneticilerine<sup>101</sup> ilişkin bilgiler; şirketin faaliyet konusu, iş planı<sup>102</sup> ve hedeflenen fonların (veya hedeflenen tutardan daha yüksek fon toplanırsa, toplanan fonların) kullanım amacına ilişkin bilgiler,<sup>103</sup> şirketin finansal durumuna ilişkin bilgiler,<sup>104</sup> şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin fiyatlandırmasına ve bu menkul kıymetlere

---

bu yöntemi kullanmaktan caydırabileceğini belirtmiştir, *Dorff*, sf. 16. Aynı yönde bkz. *Neslund*, sf. 34. SEC Personelinin SEC'ye Regulation Crowdfunding'e İlişkin 18 Haziran 2019 Tarihli Raporu'nda, ihraççı açısından kitle fonlaması istisnasından yararlanılarak yapılan ihraçlarda en yüksek masraf kaleminin ortalama 6218 ABD doları tutan bilgilendirme yükümlülüğünün yerine getirilmesi masrafı olduğu tespit edilmiştir, SEC'ye Regulation Crowdfunding'e İlişkin 18 Haziran 2019 Tarihli Raporu, sf. 24.

*Dorff* ayrıca, ihraç öncesi bilgilendirme yükümlülüklerinin, özellikle yatırımcıların açıklanan bilgileri değerlendirmek konusunda yeterli zamanı ayırmayacakları öngörüsüyle, yatırımcıları, şirketin kötü bir performans sergilemesi riskinden korumayacağını belirtmiştir, *Dorff*, sf. 17, 23.

Küçük ihraçlar için standart bilgilendirme yükümlülüklerinin faydasının masrafından daha düşük olacağı yönünde ayrıca bkz. *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 143-144.

Zorunlu bilgilendirme yükümlülüğünün kaynak israfı olduğu ve bu uygulamanın olmadığı İngiltere'de paya dayalı kitle fonlamasının geliştiği yönünde bkz. *Armour/Enriques*, sf. 27.

<sup>101</sup> SEC, yöneticiler ve diğer kritik görevlilerin sadece isimlerinin, pozisyonlarının ve iş deneyimlerinin açıklanmasını yeterli bulmuştur. Bunlar dışındaki bilgilerin açıklanmasını, ihraççı açısından gereksiz bir iş yükü yaratacağından ve yatırımcı açısından yatırım kararını etkileyecek bir bilgi teşkil etmeyeceğinden zorunlu tutmamıştır, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 43.

<sup>102</sup> SEC, iş planı konusunda açıklanacak bilgilerin neler olması gerektiğini saymamış, özellikle, kitle fonlamasına başvuran ihraççı şirketlerin, gelişimlerinin farklı aşamalarında olabileceğini göz önünde bulundurarak, iş planına ilişkin açıklanacak bilgilerin detayları hususunda ihraççılara esneklik tanımak gerektiğini değerlendirmiştir, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 50-51.

<sup>103</sup> RC § 227.201 uyarınca ihraçtan elde edilecek gelirin ihraççı tarafından ne şekilde kullanılacağı, yatırımcıların bu konuda yeterince bilgilendirilmesini mümkün kılacak şekilde detaylı olmalıdır. Eğer ihraççı tarafından farklı kullanımlar yapılması ihtimal dahilinde ise, bu kullanımların her biri belirtilip açıklanmalı ve bu seçenekler arasında elde edilen gelirin hangi faktörlere göre dağıtılacağı belirtilmelidir.

<sup>104</sup> SA böl. 4A(b)(D) uyarınca, (i) son 12 aylık periyotta toplam 100.000 ABD doları veya altında bir değerde ihraç yapan ihraççılar için gelir vergisi beyannamesi ile ihraççının icra kurulu başkanı tarafından onaylanmış finansal tabloları; (ii) son 12 aylık periyotta 100.000 ABD doları ile 500.000 ABD doları arasında bir değerde ihraç yapan ihraççılar için ihraççıdan bağımsız bir serbest muhasebecinin kontrol ettiği finansal tablolar; (iii) son 12 aylık periyotta 500.000 ABD dolarından daha yüksek bir değerde ihraç yapan ihraççılar için denetlenmiş tablolar gereklidir. Bu hükümde 100.000 ABD doları olarak belirlenen parasal sınırlar, RC § 227.201(t) uyarınca 107.000 ABD doları; 500.000 ABD doları olarak belirlenen parasal sınırlar, aynı Regulation Crowdfunding hükmü uyarınca 535.000 ABD doları olarak revize edilmiştir. Söz konusu hükümle, hedeflenen ihraç tutarına göre, bilgilendirme yükümlülüğünün ağırlaştırıldığı yönünde bkz. *Girasa/Magaldi/Kraus*, sf. 73.

şirket nezdinde uygulanacak rejime ilişkin bilgiler,<sup>105</sup> şirkete yapılacak bir yatırımın spekülâtif veya riskli olarak değerlendirmesine neden olabilecek esaslı (*material*)<sup>106</sup> faktörler, ihraca aracılık yapacak aracının edineceği finansal menfaatlere ilişkin bilgiler; 16 Mayıs 2016'dan önce gerçekleşmiş ve RC'nin § 227.503(a)<sup>107</sup> hükmü uyarınca kitle fonlaması istisnasından yararlanmaya engel olan, RC § 227.503(a) hükmünde yer alan sebepler,<sup>108</sup> ile ihraca ilişkin olarak verilen bilgilerin yanıltıcı olmaması adına sunulması gerekli diğer esaslı bilgileri kapsamaktadır.

İhraççıya ilişkin olarak yukarıda sayılan bilgilerin yanı sıra ihraççı, (i) yatırımcıların, hedeflenen ihraç tutarına ulaşılması için hedeflenen son tarihten 48 saat öncesine kadar yatırım taahhütlerine<sup>109</sup> ilişkin cayma haklarını kullanabileceklerini, (ii) aracının, hedeflenen ihraç tutarına ulaşıldığında bu durumu yatırımcılara bildireceğini, (iii) hedeflenen ihraç tutarına, hedeflenen son tarihten önce ulaşılması hâlinde, ihraççının, yeni bir hedef tarih belirleyebileceğini ve fakat bu şekilde belirlenen yeni tarihten en

---

<sup>105</sup> Söz konusu açıklamalarda, bu menkul kıymetlerin, ihraççı nezdindeki diğer menkul kıymetlerden farkları, ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin hakları ne şekilde sınırlandırılabilirliği veya seyreltilerilebileceği; çoğunluk pay sahiplerinin pay sahipliği haklarının kullanımının, ihraç edilen menkul kıymetlerin sahiplerinin haklarını ne şekilde etkileyebileceği; ihraç edilen menkul kıymetlerin nasıl bir değerlemeye tabi tutulduğu, ihraççı şirketin veya malvarlıklarının satılması veya ilişkili kişilerle yapılacak işlemlerin ihraç edilen kıymetlere etkisi bulunmalıdır.

SEA böl. 3(a)(18) uyarınca ilişkili kişi, şirketin ortakları, görevlileri (*officer*), yöneticileri, şube yöneticileri, şirketi doğrudan veya dolaylı olarak kontrol eden kişiler ve şirketin doğrudan veya dolaylı olarak kontrol ettiği kişiler anlamına gelmektedir. RC § 230.405 hükmünde "kontrol" (*control*) terimi ise, oy hakkı bulunan menkul kıymetlerin sahipliği ile, sözleşmesel olarak veya sair suretle, doğrudan veya dolaylı olarak bir (tüzel) kişinin yönetim ve politikalarını yönlendirmek veya yönlendirmek olarak tanımlanmaktadır.

<sup>106</sup> CFR Part 270, § 270.8b-2 uyarınca esaslı (*material*) bilgi, ihtiyatlı bir yatırımcının yatırım yapmadan önce sahip olması gereken bilgidir.

<sup>107</sup> İlgili sebepler, aşağıda 2.2.1.3. Kitle Fonlaması İstisnasından İhraççı Olarak Yararlanamayacak Şirketler başlığı altında açıklanmıştır.

<sup>108</sup> 16 Mayıs 2016, Regulation Crowdfunding'in yürürlük tarihidir. RC § 227.503(b)(1) uyarınca, bu tarihten önce gerçekleşmiş olan ihraççı olmaya engel olan haller, kitle fonlaması istisnasından yararlanılmasına engel değildir ancak RC § 227.201(u) uyarınca, bu tarihten önce gerçekleşmiş olan söz konusu sebepler bilgilendirme yükümlülüğü kapsamına dahildir.

<sup>109</sup> Yatırımcıların, fon sağlamak konusunda aracılar yaptıkları bildirim ABD hukukunda "*investment commitment*" olarak ifade edilmiş olduğundan, ABD hukukuna ilişkin açıklamalarda, "*investment commitment*" ifadesinin tercümesi olabilecek yatırım taahhüdü ifadesi kullanılacaktır.

az beş gün önce yatırımcılara bildirim yapılacağını, yatırımcılara bildirmelidir [RC § 227.201(j)].

Açıklanmış olan bilgilerde esaslı bir değişiklik olması hâlinde, Form C’de değişiklik yapılması suretiyle bu durum SEC’ye, aracıya ve yatırımcılara bildirilmelidir. Söz konusu bildirimde, beş gün içinde yatırım taahhüdünü teyit etmeyen yatırımcıların yatırım taahhütlerinin iptal edileceği belirtilmelidir [RC § 227.203(a)(2)].

SEC, hangi değişikliklerin esaslı addedilerek bildirilmesi gerektiği konusunda, ihtiyatlı bir yatırımcının yatırım yapmadan önce sahip olması gereken bilgiler tanımını esas almıştır (CFR Part 270, § 270.8b-2). İhraççının finansal durumundaki esaslı değişikliklerin, yatırılan fonların kullanımı konusundaki esaslı değişikliklerin ve fiyata ilişkin değişikliklerin, açıklanması gereken esaslı değişiklikler olduğunu örneklendirmiştir. Ancak bunun dışında herhangi bir örnek veya kriter belirlemeksizin, tanıma göre hangi değişikliklerin esaslı olduğunu ihraççının somut koşullara göre değerlendirmesi gerektiğini belirtmiştir.<sup>110</sup>

Söz konusu değişikliğin bildiri için ise SEC herhangi bir süre öngörmemiştir. Bu noktada, söz konusu değişiklik bildiri üzerine yatırım taahhütlerinin iptal edilip edilmeyeceğini en kısa sürede öğrenmek ihraççının menfaatine olacaktır. Dolayısıyla ihraççıların en hızlı şekilde değişiklik bildirimini yapmaları beklenmektedir.<sup>111</sup>

İhraç süresince ihraççının bilgilendirme yükümlülükleri devam etmektedir. Ulaşılmaması hedeflenen tutarın yarısına ve tamamına ulaşıldığı tarihlerden itibaren beş iş günü içerisinde ihraççı, bu durumu, gelişim raporu (*progress report*) adı verilen Form C-U ile SEC, aracı ve yatırımcılara bildirmelidir [SA böl. 4A(b)(1); RC § 227.203(a)(3)(i)].

---

<sup>110</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 114.

<sup>111</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 115.

Hedeflenen tutardan daha fazla yatırımın ihraççı tarafından kabul edileceği ihraçlarda, hedef tarihten itibaren beş iş günü içerisinde, son gelişim raporu (*final progress report*) adı verilen Form C-U ile, yapılan toplam yatırım tutarı ihraççı tarafından SEC, aracı ve yatırımcılara açıklanmalıdır [RC § 227.203(a)(3)(ii)].

İhraç tamamlandıktan sonra da ihraççının bilgilendirme yükümlülükleri, sürekli raporlama yükümlülükleri olarak devam etmektedir. SA böl. 4A(b)(4), RC § 227.202 ve RC § 227.203(b) hükümleri uyarınca, kitle fonlaması istisnasından yararlanan ihraççılar, her yıl, yıllık rapor (*annual report*) adı verilen Form C-AR'yi kullanarak hazırladıkları faaliyet raporlarını ve finansal tablolarını, finansal yılın bitiminden itibaren 120 gün içinde SEC'ye sunmak ve kendi internet sitesinde yayınlamak suretiyle yatırımcılara erişilebilir kılmak zorundadırlar.<sup>112</sup>

Söz konusu finansal tablolar, ihraççının finansal durumuna ilişkin olarak likidite, sermaye kaynakları ve geçmiş faaliyetlerin sonuçlarını da içeren açıklamalar içermelidir. Tabloların doğruluğu konusunda ihraççının icra kurulu başkanının beyanı gereklidir [RC § 227.202 ve RC § 227.201(s)].

Söz konusu faaliyet raporunun zorunlu içeriği, ihraç öncesi bilgilendirme yükümlülüğü kapsamında ihraççıya ilişkin olarak açıklanması gereken bilgilerle örtüşmektedir [RC § 227.202 ve RC § 227.201 (a), (b), (c), (d), (e), (f), (m), (p), (q), (r), (x)].

Faaliyet raporundaki hususlara ilişkin olarak esaslı değişiklikler gerçekleşmesi hâlinde, bu durum, yıllık raporda değişiklik (*amendment to annual report*) adlı Form C-AR/A ile, SEC'ye bildirilmelidir [RC § 227.203(b)(2)].

Kitle fonlaması istisnasından yararlanarak ihraç yapan ihraççının sürekli raporlama yükümlülüğünün sona ermesi hâlinde ise bu durum, raporlamanın sona ermesi

---

<sup>112</sup> Söz konusu yıllık raporlama yükümlülüğünün, kitle fonlamasının güvenilirliğini arttırdığı yönünde bkz. *Choi/Pritchard*, sf. 609.

(*termination of reporting*) adlı Form C-TR kullanılarak, SEC'ye bildirilecektir [RC § 227.202(b); RC § 227.203(b)(3)].<sup>113</sup>

SA böl. 4A(c) hükmü uyarınca ihraççı, ihraççının yöneticileri veya pay sahipleri, genel müdürü veya diğer üst düzey çalışanları, ihraca ilişkin esaslı bir konuda yanlış bir beyanda bulunur veya esaslı bir konuyu beyan etmez ise, ilgili konuyu bilmediklerini veya bilebilecek durumda olmadıklarını kanıtlayamadıkları takdirde, bu esaslı konudaki yanlış ve beyan edilmemiş olan esaslı konuyu bilmeyen yatırımcıların zararlarını tazmin etmek zorundadırlar [SA böl. 4A(c) ile bu hükmün atfıyla SA böl. 12(b) ve SA böl. 12(a)(2)].<sup>114 115</sup>

### **2.2.1.1.3. Reklam Sınırlamaları**

SA böl. 4A(a)(2) ve RC § 227.204(a) uyarınca, ihraççının ihracın koşullarına ilişkin olarak doğrudan veya dolaylı şekilde reklam yapması yasaktır.<sup>116</sup>

Bu reklam yasağı kapsamına girmeyen faaliyetler, RC'de düzenlenmiştir. Buna göre, yatırımcıyı, ilgili ihracın yapıldığı aracı şirketin internet sayfasına yönlendiren ve

---

<sup>113</sup> Şirketin, mevzuatta öngörülen farklı bir raporlama yükümlülüğüne tâbi hâle gelmesi; kitle fonlaması istisnasına uygun olarak yaptığı son satıştan itibaren en az bir kez, sürekli raporlama yükümlülüğünü yerine getirmiş olan ihraççı şirketin, pay sahibi sayısının, 300'ün altına düşmesi; kitle fonlaması istisnasına uygun olarak yaptığı son satıştan itibaren en az üç kez, sürekli raporlama yükümlülüğünü yerine getirmiş olan ihraççı şirketin, toplam mal varlığının 10 milyon ABD dolarının altında kalması; kitle fonlaması istisnasına uygun olarak ihraç edilmiş olan tüm payların ihraççı şirket veya üçüncü bir kişi tarafından satın alınması; veya şirketin tasfiye olması durumlarında raporlama yükümlülüğü sona erecektir.

<sup>114</sup> Esaslı bilginin, yatırım kararını etkileyecek bilgi şeklindeki geniş kapsamlı tanımı karşısında, söz konusu sorumluluk hükmünün, iyi niyetli ama tecrübesiz ihraççılara karşı da ihmale dayanan hatalı açıklamalarından ötürü uygulanabileceği yönünde bkz. *Neslund*, sf. 34-35.

Dava masrafları dikkate alındığında, yatırımcıların bu davayı açma ihtimalinin düşük olması karşısında, *online* tahkimin alternatif bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak düzenlenebileceği önerisi için, bkz. *Bradford, Florida State University Law Review*, sf. 1187 vd.

Hükme ilişkin açıklamalar için ayrıca bkz. *Murphy*, sf. 801; *Choi/Pritchard*, sf. 610; *Heminway, Regulation of Crowdfunding*, sf. 16.

<sup>115</sup> Bu konudaki davalar, yanlışlığın öğrenilmesi anından veya yanlışlığın makul bir çabayla öğrenilebilecek olduğu andan itibaren bir yıl içinde ve her halükarda ilgili menkul kıymetin ihracından itibaren üç yıl içinde açılmalıdır [SA böl. 4A(c) atfıyla SA böl. 13].

<sup>116</sup> Hükme ilişkin açıklamalar için ayrıca bkz. *Hurt*, sf. 246; *Choi/Pritchard*, sf. 609; *Heminway, Regulation of Crowdfunding*, sf. 15.

sadece aşağıdaki bilgileri içeren ilanların yapılması yasak kapsamında değildir [RC § 227.204(b)]:

- SA'nın 4(a)(6) bۆlümü uyarınca ihraç yapıldığı bilgisi;
- İhraç edilen menkul kıymetlerin sayısı, türü, fiyatı ve ihraç süresinin sonu;
- İhraççının unvanı, adresi, telefonu ve faaliyetine dair kısa bir açıklama ile ihraççının temsilcisinin e-posta adresi.

Ayrıca, söz konusu reklam yasağı, ihraççı veya ihraççı adına hareket eden kişilerin, aracının internet sayfası üzerinden yatırımcılarla iletişim kurmasına engel teşkil etmemektedir. Ancak söz konusu iletişim sürecinde, ihraççı veya ihraççı adına hareket eden kişiler, bu kimliklerini yatırımcılara açıklamalıdır [RC § 227.204(c)].

Aracının internet sayfası üzerinden, yatırımcılara ihracın tanıtımını yapan üçüncü kişilerin de, bu tanıtımı yapmak için aldıkları veya alacakları ücreti, yatırımcılara açıklaması zorunludur [SA böl. 4A(a)(3); RC § 227.205].

### **2.2.1.2.Mevzuata Aykırı Yapılan İhraçlara İlişkin Yaptırım**

İhraççıların mevzuata aykırı olarak yaptığı ihraçlar, kural olarak, kitle fonlaması istisnasından yararlanamayacaktır.<sup>117</sup>

Ancak RC § 227.502 hükmünde öngörüldüğü üzere ihraççı, (i) söz konusu ihlalin, ihracın bütünü dikkate alındığında önemsiz olduğunu,<sup>118</sup> (ii) ihraççının iyi niyetli ve makul bir çabayla mevzuata uyum göstermeye çalıştığını, (iii) ihlalin aracından kaynaklandığı durumlarda ihraççının ihlali bilmediğini ispat ettiği takdirde, kitle

---

<sup>117</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 323.

<sup>118</sup> İhlalin, ihracın bütünü dikkate alındığında önemsiz olup olmadığı somut olayın koşullarına göre değerlendirilecektir. Ancak, SEC, belirli temel hükümlere aykırılığın hiçbir durumda önemsiz kabul edilemeyeceğini değerlendirmiş ve örnek olarak yıllık ihraç tutarı üst sınırına ilişkin kuralı göstermiştir, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 323; *Heminway, Regulation of Crowdfunding*, sf. 16.

fonlaması istisnasından yararlanmaya devam edebilecektir [RC § 227.502(1)]. Bu durumda ise SEC, ihlalin düzeltilmesi için dava açabilir [RC § 227.502(2)].

### **2.2.1.3. Kitle Fonlaması İstisnasından İhraççı Olarak Yararlanamayacak Şirketler**

ABD’de kurulu olmayan şirketler, hâlihazırda SEC’ye raporlama yapmakta olan şirketler, bazı yatırım şirketleri, kitle fonlaması istisnasından yararlanıp raporlama yükümlülüklerine uymamış olan şirketler ile belirli bir iş planı olmayan (veya iş planında belirli olmayan bir şirketle birleşmeyi öngören şirketler), kitle fonlaması istisnasından ihraççı olarak yararlanamayacaktır [RC § 227.100(b)].<sup>119</sup>

Ayrıca, kitle fonlaması yatırımcılarının korunması amacıyla özellikle menkul kıymet alım-satımı benzeri faaliyetlerinden ötürü hakkında bir ceza hükmü verilmiş olan veya düzenleyici kuruluşlar tarafından faaliyetleri kısıtlandırılmış olan şirketler ile aynı yaptırımlara tabi olan kişi veya şirketlerle ilişkili şirketlerin, kitle fonlaması istisnasından ihraççı olarak yararlanmak suretiyle pay ihraç etmesi belirli süreler için yasaklanmıştır. Buna göre, özetle [RC § 227.503].<sup>120</sup>

Kendisi veya yöneticisinin veya oy haklarının %20 veya fazlasında ekonomik hak sahibi olan doğrudan veya dolaylı pay sahiplerinin hakkında son 5 yılda<sup>121</sup>; menkul kıymet alımı veya satımına ilişkin, SEC’ye sunmuş olduğu bilgi ve belgelere ilişkin veya geniş yetkili aracı, yatırım danışmanı, fonlama portalı vb. olarak faaliyetlerinden ötürü hakkında bir ceza hükmü veya faaliyetlerinin kısıtlandırılması hükmü verilmiş

---

<sup>119</sup> *Bowman*, sf. 329. Kitle fonlaması istisnasından yararlanacak şirketlerin büyüklüğü açısından sınırlama getirilmesinin bir yararının olmadığı, ihracın büyüklüğüne göre sınırlandırmanın yeterli olduğu ve büyük şirketlerin zaten kitle fonlaması istisnasından yararlanmayacağı yönünde, bkz. *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 133.

<sup>120</sup> *Choi/Pritchard*, sf. 611. RC § 227.503(b)(2)-(3) hükmü uyarınca, söz konusu durumların varlığı hâlinde dahi, SEC veya mahkeme kararıyla ilgili şirketlerin kitle fonlaması istisnasından yararlanması mümkün olabilir.

<sup>121</sup> İhraççı şirketin yöneticisinin veya oy haklarının %20 veya fazlasında ekonomik hak sahibi olan doğrudan veya dolaylı pay sahiplerinin hakkındaki ceza hükmü açısından son 10 yıl değerlendirilmektedir.

olan şirketler; veya düzenleyici kuruluşlar tarafından devam eden bir yasaklama kararına tabi olan veya son on yıl içinde hileli, manipülatif veya yanıltıcı hareketleri yasaklayan düzenlemeleri ihlal ettiği yönünde hakkında karar verilmiş olan şirketler; SEC tarafından geniş yetkili aracı, yatırım danışmanı, fonlama portalı vb. olarak kaydı askıya alınan veya silinen, faaliyetleri sınırlandırılan, adil ticaretin ilkelerine aykırı davranmaktan ötürü ulusal borsalar veya menkul kıymetler birliklerindeki kaydı askıya alınan veya silinen şirketler ihraççı olarak kitle fonlaması istisnasından yararlanamazlar.

Yukarıda sayılan kararlardan, RC'nin yürürlük tarihi olan 16 Mayıs 2016 tarihinden önce verilmiş olanlar, ilgili kitle fonlaması istisnasından yararlanılmasına engel olmayacaktır [RC § 227.503(b)(1)]. Ancak RC § 227.201(u) uyarınca, bu durumların bilgilendirme yükümlülüğü kapsamında yatırımcılara açıklanması zorunludur.

## **2.2.2. Kitle Fonlaması Yatırımcıları**

### **2.2.2.1. Yıllık Kitle Fonlaması Yatırım Tutarı Üst Sınırı**

Kitle fonlaması yönteminin yatırımcılar açısından taşıdığı risklerden ötürü,<sup>122</sup> kitle fonlaması yatırımcılarının, kitle fonlaması istisnası kapsamında ihraç edilen menkul kıymetlere yapabilecekleri yıllık yatırım tutarı, yatırımcının yıllık geliri veya net malvarlığı değerine bağlı olarak sınırlandırılmıştır.<sup>123</sup>

SA böl. 4(6)(B) hükmü uyarınca, on iki aylık dönemde, bir yatırımcıya satılacak menkul kıymetlerin tutarı aşağıdaki sınırları aşamaz.<sup>124</sup>

---

<sup>122</sup> Bkz. yukarıda 1.4. Kitle Fonlamasının Yatırımcılar Açısından Taşıdığı Riskler.

<sup>123</sup> *Bradford*, yatırımcı riskinin, bir yatırım tutarı üst limiti ile sınırlandırılmasını, yatırımcıların yatırımlarını kaybettikleri takdirde ekonomik bir yıkım yaratmaması için uygun bir önlem olarak değerlendirmiş; farklı yatırımcıları ekonomik yıkıma uğratacak tutarın farklı düzeylerde olabileceğini belirterek, bu sınırın, ilgili yatırımcının yıllık gelirine göre belirlenmesini önermiştir, *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 122, 127. Söz konusu limitin amacının, doğabilecek zararını sınırlandırmak olduğu yönünde ayrıca bkz. *Girasa/Magaldi/Kraus*, sf. 72; *Bowman*, sf. 346.

<sup>124</sup> Kurumsal yatırımcıların, bu sınırlarda bir yatırım için çaba göstermeyeceği ve dolayısıyla kitle fonlaması yatırımcılarının daha ziyade küçük yatırımcılar olacağı yönünde bkz. *Choi/Pritchard*, sf. 606.

- Yıllık geliri veya malvarlıklarının net değeri 100.000 ABD dolarının altında kalan yatırımcılar için sınır, yatırımcının yıllık gelirinin %5'i veya malvarlıklarının net değerinin %5'i olarak hesaplanacak tutarlardan yüksek olanıdır. Ancak, bu tutar, 2.000 ABD dolarından düşük ise yatırımcı, 2.000 ABD dolarına kadar yatırım yapabilecektir.
- Yıllık geliri ve malvarlıklarının net değeri 100.000 ABD dolarının üzerinde olan yatırımcılar için sınır, yatırımcının yıllık gelirinin %10'u veya malvarlıklarının net değerinin %10'unu olarak hesaplanacak tutarlardan düşük olanıdır. Ancak bu tutar hiçbir durumda 100.000 ABD dolarını aşamaz.

SA böl. 4A(h)(1) uyarınca, bu tutarların SEC tarafından beş yılda bir revize edilmesi öngörülmüştür. Bu yetkiye istinaden SEC'nin RC § 227.100(2)'de yaptığı düzenlemeye göre, 2.000 ABD Doları olan sınır mevcut durumda 2.200 ABD doları; 100.000 ABD doları olan sınır mevcut durumda 107.000 ABD dolarıdır.<sup>125</sup>

Söz konusu sınırlara riayet edildiğini kontrol etmek, aracının sorumluluğundadır.<sup>126</sup>

#### **2.2.2.2. Satış Sınırlaması**

SA böl. 4A(e) ve RC § 227.501 uyarınca, kural olarak, kitle fonlaması istisnasından yararlanılarak ihraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcıların, kitle fonlaması istisnasından yararlanılarak yapılan ihraç tarihinden itibaren bir yıl içinde bu menkul kıymetleri üçüncü kişilere satması yasaktır.<sup>127</sup>

---

<sup>125</sup> *Heminway, Regulation of Crowdfunding*, sf. 15; *Baytemür*, sf. 611-612.

<sup>126</sup> Bkz. aşağıda 2.2.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler.

<sup>127</sup> Söz konusu sınırlandırmanın, yatırım tutarı üst sınırı kuralının dolanılmaması amacına hizmet ettiği yönünde bkz. *Armour/Enriques*, sf. 25; sınırlandırmanın, ilgili menkul kıymete ilişkin yeterli kamuyu aydınlatma yapılmaması nedeniyle getirildiği yorumu için bkz. *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 778. Öte yandan, söz konusu sınırlamanın, yatırımcıların kitle fonlaması suretiyle yatırım yapma isteğini azaltacağı, likit piyasanın oluşmasını zorlaştıracığı ve dolayısıyla ilgili menkul kıymetlerin değerini düşürebileceği; yatırımcıların yöneticileri satış tehdidiyle iyi yönetime sevk etme imkânını kısıtlayacağı ve yatırımcıların şirkete ilişkin yeterli bilgiye sahip olmaması durumuna bir katkısının olmayabileceği yönünde bkz. *Heminway, Oklahoma Law Review*, sf. 201-203, 209-211.

Söz konusu menkul kıymetlerin ancak ihraççının kendisine, akredite yatırımcılara,<sup>128</sup> yatırımcının aile bireylerine veya aile bireyi eşdeğeri kişilere<sup>129</sup> veya SEC’ye kayıtlı bir ihraç kapsamında satılması mümkündür [SA böl. 4A(e); RC § 227.501].<sup>130</sup>

### 2.2.3. Kitle Fonlaması Araçlarına İlişkin Düzenlemeler

SA’nın 4. bölümünün 6. altbölümünde, kitle fonlaması istisnasından yararlanılabilmesi için ihracın, SA’nın 4A(a) hükmü altındaki gerekliliklere uyan bir geniş yetkili aracı veya fonlama portalı (“*funding portal*”) aracılığıyla yapılması gerektiği belirtilmiştir [SA böl. 4(6)(c)].<sup>131</sup>

#### 2.2.3.1. Kitle Fonlaması Araçları<sup>132</sup>

##### 2.2.3.1.1. Geniş Yetkili Araçlar

Kitle fonlaması özelinde düzenlenmemiş, SEA’nın genel düzenlemelerinden birisi olan *broker* kavramı, SEA’da, “*başkası hesabına menkul kıymet işlemlerini gerçekleştiren kişi*” olarak genel bir ifadeyle tanımlanmaktadır [SEA böl. 3(a)(4)(A)].

---

<sup>128</sup> Akredite yatırımcılar RC § 230.501 hükmünde gösterilmiştir. Eşyle birlikte net malvarlığı 1.000.000 ABD dolarını geçen gerçek kişiler, ihraççının yöneticileri, üst düzey çalışanları, bankalar ve geniş yetkili araçlar akredite yatırımcılar arasındadır.

<sup>129</sup> RC § 227.501 uyarınca aile bireyleri, çocukları, üvey çocukları, ebeveynleri, üvey ebeveynleri, büyükbaba ve büyükanneleri, torunları, eşi veya evlilik akdi olmaksızın eşe benzer şekilde birlikte yaşama ilişkisi kurulan kişiyi, kardeşleri, kayın hısımlarını ve evlat edinme yoluyla ilişki kurulan kişileri kapsamaktadır.

<sup>130</sup> *Choi/Pritchard*, sf. 610-611.

<sup>131</sup> Kitle fonlaması istisnasından yararlanılarak yapılacak ihraçlarda, aracı olarak geniş yetkili aracı veya fonlama portallarının kullanılması zorunluluğunun, yatırımcıların özellikle dolandırılması riskine karşı bir önlem olarak düzenlendiği yönünde, bkz. *Choi/Pritchard*, sf. 606. Araçların, kitle fonlaması istisnası kapsamında yapılan ihraçların mevzuata uygunluğunu kontrol için bir koruyucu işlevi gördüğü yönünde bkz. *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 117.

<sup>132</sup> Kitle fonlaması işlemlerinin araçları, ABD hukukunda “*broker*” olarak ifade edilen geniş yetkili araçlar ile sadece kitle fonlaması işlemlerine aracılık yapmak üzere faaliyet gösteren “*funding portal*” olarak ifade edilen fonlama portallarıdır.

Terminolojik olarak, ABD hukukuna ilişkin kısımlarda, kitle fonlaması işlemlerine aracılık faaliyetiyle iştigal edenler, genel olarak kitle fonlaması aracısı veya aracı olarak ifade edilecek, “*broker*” ve “*funding portal*”lara ilişkin ayrı düzenlemeler açıklanırken, bunlar için sırasıyla geniş yetkili aracı ve fonlama portalı terimleri kullanılacaktır.

Türk mevzuatında aracı kuruluş için “kitle fonlaması platformu” veya “platform” ifadesi kullanılırken; ABD mevzuatında platform ifadesi, aracı kuruluşun işlettiği internet sitesi anlamında kullanılmaktadır [RC § 227.300(c)(3)].

Bu geniş yetkili aracilar; yatırım tavsiyesi verebilirler, yatırımcı fonlarını saklayabilir ve yönetebilirler.<sup>133</sup> Bu geniş yetkili aracilar, aynı kanun uyarınca SEC nezdinde kayıtlı olmak ve oldukça detaylı düzenlenmiş (ve 2019 yılında daha da ağırlaştırılmış) uyumluluk kurallarına uymak zorundadır [SEA böl. 15(a)(1); Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct, Release No. 34-86031, File No. S7-07-18]. Hâlihazırda SEC nezdinde geniş yetkili aracı olarak kayıtlı kişiler, ayrı bir kayda ihtiyaç bulunmaksızın, paya dayalı kitle fonlaması işlemlerine aracılık yapabilirler [SA böl. 4A(a)(1)].

#### **2.2.3.1.2. Fonlama Portalları**

Fonlama portalı kavramı, kitle fonlaması faaliyetine özgü olarak, JOBS Act'in SEA ve SA'ya yapmış olduğu eklemelerle düzenlenmiştir. SEA böl. 3(a)(80) hükmü uyarınca fonlama portalı terimi, “*sadece Securities Act (alt)bölüm 4(6)'ya uygun olarak, menkul kıymetlerin konusu olduğu icap veya satışı içeren işlemlerde, başkaları adına aracılık yapan kişiler*” şeklinde tanımlanmaktadır.<sup>134</sup>

Tanımda atıfta bulunulan SA'nın 4. bölümünün 6. altbölümü, JOBS Act'in 302. bölümü ile SA'ya eklenen ve paya dayalı kitle fonlamasını, menkul kıymetlerin kaydedilmesi zorunluluğunun bir istisnası hâline getiren hükümdür. Tanımdaki “*sadece Securities Act (alt)bölüm 4(6)'ya uygun olarak,*” ifadesi ile, fonlama portallarının, münhasıran, kitle fonlaması istisnası çerçevesinde yapılacak işlemler için aracı olacağı anlaşılmalıdır.

“*[I]cap veya satışı içeren işlemler*” ifadesi ise menkul kıymetlerin veya menkul kıymetlere ilişkin bir menfaatin bir bedel karşılığında satışına ilişkin yapılacak olan her türlü sözleşme veya bu satışı sağlamak için girişilecek her türlü deneme, teşebbüs veya teşvik olarak anlaşılmalıdır [SA böl. 2(3); SEA böl. 3(14)].

---

<sup>133</sup> Neslund, sf. 33.

<sup>134</sup> Choi/Pritchard, sf. 606.

Kitle fonlamasına özgü olarak getirilmiş olan, geniş yetkili aracılara nazaran daha sınırlı bir faaliyet alanı ve daha sınırlı yükümlülükleri bulunan fonlama portallarına<sup>135</sup> ilişkin düzenlemeler aşağıda değerlendirilecektir.

Paya dayalı kitle fonlaması işlemlerine aracılık yapan fonlama portalının SEC nezdinde kayıtlı olması gerekir [SA böl. 4A(a)(1); RC § 227.300 (a)(1); RC § 227.400].<sup>136</sup>

Söz konusu kayıt için, CFR Part 249, § 249.2000 hükmünde gösterilen Fonlama Portalı Formu'nun (*Funding Portal Form*)<sup>137</sup> SEC'ye sunulması gerekmektedir [RC § 227.400]. SEC, fonlama portalları için öngörülen bu kayıt koşulunun, geniş yetkili aracılar için geçerli olan kayıt koşuluna paralel ancak ondan daha kısıtlı yükümlülüklerle tabi olduğunu değerlendirmiştir.<sup>138</sup>

Fonlama portalının ayrıca, fonlama portalları için öz düzenleyici kuruluş niteliğinde olan FINRA'ya da kayıtlı olmaları gerekmektedir [SA böl. 4A(a)(2); SEA böl. 15A; RC § 227.300(a)(2)].<sup>139</sup>

---

<sup>135</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 8; *Coffee/Sale/Henderson*, sf. 407.

<sup>136</sup> Söz konusu kayıt için basit bir bildirim yeterli olması gerektiği, bunun dışındaki gerekliliklerin sadece masrafı arttıracığı ve bu masrafın ihraççılara yansıtılacağı görüşü için bkz. *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 137-138.

<sup>137</sup> SEC, bu formu, fonlama portallarının başvurularının değerlendirilmesi ve sonrasında fonlama portallarının gözetimi için çok önemli bir belge olarak değerlendirmektedir. Bu form ayrıca yatırımcıların da erişimine açık olacak, dolayısıyla aracılar konusunda yatırımcıların da bilgi sahibi olması sağlanacaktır, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 256.

<sup>138</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 250.

<sup>139</sup> Öz düzenleyici kuruluşlar, ulusal menkul kıymetler borsaları, kayıtlı menkul kıymetler birlikleri ve kayıtlı takas kurumlarıdır [SEA böl. 3(a)(26)]. Fonlama portallarının kayıtlı olması gereken öz düzenleyici kuruluş, mevcut durumdaki tek menkul kıymetler birliği olan, FINRA'dır, bkz. *Murphy*, sf. 799; *Hurt*, sf. 245; *Heminway, Regulation of Crowdfunding*, sf. 17; <https://www.finra.org/registration-exams-ce/funding-portals/register-new>; SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 156-157.

Hem SEC<sup>140</sup> hem FINRA tarafından onay alınması ile, fonlama portalı olarak kayıt gerçekleşmiş olacaktır.

SEA'nın 3(a)(80) hükmünde fonlama portalı terimi “*sadece Securities Act (alt)bölüm 4(6)'ya uygun olarak, menkul kıymetlerin konusu olduğu icap veya satışı içeren işlemlerde, başkaları adına aracılık yapan kişiler*” olarak tanımlanmış ve münhasıran paya dayalı kitle fonlaması için aracılık yapmakla yetkili olan bu kişilerin/şirketlerin, gerçekleştirmeye yetkili olmadıkları faaliyetler sıralanmıştır. Buna göre fonlama platformlarının [SEA böl. 3(a)(80); RC § 227.300(2)]:

- Yatırım tavsiyesi sunmaları;<sup>141</sup>
- Kendi internet siteleri aracılığıyla arz edilen menkul kıymetlerin satın alınmasını, satımını veya satım önerilerini teşvik etmeleri veya bu şekilde bir teşvik için kendi çalışanlarına veya üçüncü kişilere ödeme yapmaları;
- Yatırımcıların fonlarını veya menkul kıymetlerini herhangi bir şekilde tutmaları, yönetmeleri, iktisap etmeleri

yasaktır.<sup>142</sup>

---

<sup>140</sup> Kayıt başvurusundan itibaren 30 gün içinde SEC'den cevap alınmaması, onay olarak kabul edilecektir [RC § 227.400(a)].

<sup>141</sup> Geniş yetkili aracı olmayan fonlama portallarının yatırım tavsiyesi sunmamalarının, yatırımcıların korunması için uygun bir önlem olduğu görüşü için bkz. *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 133.

<sup>142</sup> RC § 227.402 hükmüyle, hangi faaliyetlerin, söz konusu yasak kapsamında değerlendirilmeyeceği hususunda bir açıklık getirilmiştir (*conditional safe harbor*). Örneğin; fonlama portalının internet sitesinde hangi ihraççıların menkul kıymet satışı yapacağıın seçilmesi; herhangi bir ihracın ön plana çıkarılması için ihraççılardan herhangi bir ek karşılık almamak kaydıyla, internet sitesindeki belirli ihraçları ön plana çıkarmak üzere, tüm ihraçlara aynı şekilde uygulanacak; ihraç edilen menkul kıymet türü, ihraççının coğrafik konumu, ihraççının sektörü, yatırım yapılmış olan tutarlar, ihraççının yatırım hedefine yakınlığı, yatırımcının kabul edeceği azami yatırım tutarı vb. kriterler belirlenmesi; yatırımcıların, fonlama portalının internet sitesindeki ihraçlara ilişkin olarak arama yapmasını veya sınıflandırma yapmasını sağlayacak arama araçları sağlanması; yatırımcıların birbirleriyle ve ihraççının temsilcileriyle iletişim kurmasını sağlayacak iletişim kanalları oluşturulması; ihraççıya, ihraç dokümanlarının hazırlanmasında yardımcı olunması; fonlama portalının internet sitesi üzerinde yapılan bir ihraca ilişkin olarak bir menkul kıymet alım veya satımın ödemelere esas alınmaması kaydıyla, kişilerin, fonlama portalına yönlendirilmesi hususunda üçüncü kişilere ödeme yapılması; fonlama portalının kendisinin tanıtılması; kayıtlı geniş yetkili aracıardan ödeme karşılığı belirli hizmetler alınması veya kayıtlı geniş yetkili aracıara ödeme karşılığı belirli hizmetler verilmesi; yatırımcıların

RC § 227.403 hükmü gereğince fonlama portallarının mevzuata uygun faaliyet göstermelerini sağlayacak yazılı iç prosedürler belirlemeleri zorunludur.<sup>143</sup> Söz konusu prosedürler, fonlama portallarının yapmaya izinli oldukları işlerle birlikte yapmalarının yasak olduğu işleri de kapsamalıdır.<sup>144</sup> Zira bu yazılı prosedürlerin amacı, fonlama portallarının, tabi oldukları düzenlemeler konusunda farkındalıklarını sürekli kılmaktır.<sup>145</sup>

Uyum yükümlülükleri kapsamında, fonlama portallarının, SEC ve FINRA tarafından her türlü denetime izin vermek konusundaki zorunlulukları belirtilmiştir [SEA böl. 3(h)(1)(A); RC § 227.403(c)]. Bu tür denetimlerin, SEC'nin fonlama portallarının faaliyetlerini gözetim işlevi için önemli olduğu değerlendirilmiştir.<sup>146</sup>

Fonlama portalları yatırımcılara ilişkin kişisel veriler toplayıp saklayacağından, yatırımcıların mahremiyetine ilişkin olarak da önlemler alma yükümlülükleri bulunmaktadır [SA böl. 4A(a)(9); RC 227.403(b); CFR Part 248].<sup>147</sup>

Ayrıca, RC § 227.404 hükmünde, fonlama portallarının, beş yıl süreyle; yatırımcılara, ihraççılara, fonlama portalının sağladığı araçlarla kurulan iletişimlere, yatırımcı ve ihraççılara yapılan bildirimlere, fonlama portalının taraf olduğu sözleşmelere, fonlama portalı aracılığıyla gerçekleştirilen tüm işlemlere ilişkin kayıtları saklama zorunluluğu

---

korunması için makul bir temele dayanmak kaydıyla bir ihraççının ihracının iptal edilmesi veya fonlama portalının internet sayfasına erişiminin engellenmesi; ihraççılar adına yatırım taahhütlerinin kabul edilmesi; yatırımcıların ödeme yapılacak hesaba yönlendirilmesi; kitle fonlaması tamamlandığında toplanan tutarın ihraççıya aktarılması, tamamlanamadığında ise yatırımcılara iadesi konusunda ilgili kişilere talimat verilmesi faaliyetleri yasak kapsamında değerlendirilmeyecektir.

<sup>143</sup> Bu prosedürlere uygunluk, uygulamada FINRA tarafından incelenmektedir, SEC Personelinin SEC'ye Regulation Crowdfunding'e İlişkin 18 Haziran 2019 Tarihli Raporu, sf. 52.

<sup>144</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 308.

<sup>145</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 307.

<sup>146</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 314.

<sup>147</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 313.

düzenlenmiştir [RC § 227.404]. Bu kayıt saklama zorunluluğu da SEC'nin gözetim işlevini gerçekleştirebilmesi açısından önem arz etmektedir.<sup>148</sup>

### **2.2.3.2. Kitle Fonlaması Aracılarının Yükümlülükleri**

#### **2.2.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler**

Kitle fonlaması araçlarının, kitle fonlaması sürecine yatırımcı olarak katılacak kişilere, aracının internet sitesi üzerinde bir hesap açtırmaları ve bu hesap açılışı sırasında yatırımcılardan, kendilerine yapılacak tebligatların elektronik olarak yapılmasına onay verdiklerine dair bir beyan almaları zorunludur. Kitle fonlaması araçları, bu koşulları yerine getirmeyen yatırımcıların, herhangi bir kitle fonlaması sürecine yatırım yapmasına izin veremez [RC § 227.302(a)(1)].

Süreç boyunca yatırımcılara yapılacak tüm bildirimler, elektronik mesajlarla yapılacaktır [RC § 227.302(a)(2)].<sup>149</sup>

SA böl. 4A(a)(3) ve RC § 227.302(b) hükümleri uyarınca araçlar, yatırımcıları kitle fonlaması süreci ve riskleriyle ilgili olarak bilgilendirmekle yükümlüdür.<sup>150</sup> Bu bilgilendirmenin kapsamında özetle aracının internet sitesinden iktisap edilebilecek menkul kıymet türlerinin herbirine özgü riskler; iktisap edilecek menkul kıymetlerin sonradan satışına ilişkin kısıtlamalar;<sup>151</sup> ihraççının, sürekli raporlama yükümlülükleri kapsamında vermesi gereken bilgiler ile bu raporlamanın belirli durumlarda sona

---

<sup>148</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 319-320.

<sup>149</sup> SEC, ihraca ilişkin belgelerin yatırımcılara iletilmesi yoluyla ihraççıların bilgilendirilmesini, önemli bir yatırımcı koruma aracı olarak görmekte; bu iletimin elektronik yolla yapılmasını ise kitle fonlaması kurumunun işleyişine uygun bulmaktadır. Dolayısıyla kitle fonlaması uygulamalarında yatırımcı olmak isteyen kişilerin elektronik tebligatları kabul etmekten kaçınması mümkün kılınmamıştır, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 186.

<sup>150</sup> *Dorff*, sf. 12; söz konusu bilgilendirme yükümlülüğü ile araçlara bir “bekçi” sorumluluğu yüklediği görüşü için, bkz. *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 769.

<sup>151</sup> Bkz. yukarıda 2.2.2.2. Satış Sınırlaması.

erebileceği;<sup>152</sup> yatırımcıların yatırım yapabilecekleri tutarın üst sınırı<sup>153</sup> ile yatırım taahhüdünden cayma hakkına ilişkin koşul ve kısıtlamalar yer almaktadır.

Yukarıda sayılan bilgiler dışında yatırımcılara yapılacak bilgilendirmelerin içeriği ve genel olarak bilgilendirmelerin formatı konusunda SEC, aracıları serbest bırakmıştır.<sup>154</sup>

Aracı; her yatırımcıdan, yukarıdaki konularda aracının yaptığı bilgilendirmeleri incelediği, tüm yatırımını kaybedebileceğini anladığı ve böyle bir sonuç gerçekleştiği takdirde bu sonuca mali olarak katlanabileceği konusunda bir beyan almalıdır [RC § 227.303(b)(1)].<sup>155</sup> Bu beyanın yanı sıra, yatırımcıya, yatırım taahhüdünden cayma hakkını kullanmak ile satın aldığı menkul kıymetleri yeniden satmak konusundaki koşul ve kısıtlamaları ve tüm yatırımını kaybedebileceği yönündeki riskleri anladığını gösteren bir test yapılmalıdır [RC § 227.303(b)(2)].<sup>156</sup>

Aracı, aynı zamanda, kitle fonlaması istisnası kapsamında aracılık yaptığı ihraçlar için ne şekilde karşılık aldığı konusunu da yatırımcılara açıklamalıdır [RC § 227.302(d)].

Aracı ayrıca yatırımcıların yatırım sınırlarına<sup>157</sup> riayet ettiklerini teyit etmekle yükümlüdür [RC § 227.303(b)(1)].<sup>158</sup> Bu yükümlülüğü kapsamında aracı, potansiyel yatırımcılardan, yıllık gelirleri, net malvarlıkları ve kitle fonlaması istisnası kapsamında yaptıkları diğer yatırımlar konusunda bilgi almalı; bu bilgilerin doğru

---

<sup>152</sup> Bkz. yukarıda 2.2.1.1.2. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülükleri.

<sup>153</sup> Bkz. yukarıda 2.2.2.1. Yıllık Kitle Fonlaması Yatırım Üst Sınırı.

<sup>154</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 193.

<sup>155</sup> *Choi/Pritchard*, söz konusu beyanın yatırımcılar tarafından, bilgilendirmeler incelenmeden imzalanabileceğini belirterek, bu beyanın yeterli bir yatırımcı koruma önlemi olup olmadığını sorgulamıştır, bkz. *Choi/Pritchard*, sf. 607.

<sup>156</sup> *Bradford*, yatırımcıların hesap açmadan önce risklere ilişkin olarak bilgilendirilmesini veya test edilmesini, uygun bir yatırımcı koruma önlemi olarak değerlendirmiştir, *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 133, 138.

<sup>157</sup> Bkz. yukarıda 2.2.2.1. Yıllık Kitle Fonlaması Yatırım Tutarı Üst Sınırı.

<sup>158</sup> *Murphy*, sf. 799.

olduğuna ilişkin makul bir görüşü olmaksızın, ilgili yatırımcının yatırım taahhüdünde bulunmasına izin vermemelidir [RC § 227.303(b)(1)].

Aracının, yatırımcının verdiği bilgileri doğrulamak için ek bir araştırma yapması veya yatırımcıdan belge talep etmesi zorunlu değildir. Ancak aracı, kendisi aracılığıyla ilgili yatırımcının yapmış olduğu diğer yatırımları dikkate almaz ise, bu yükümlülüğünü ihlal ettiği kabul edilecektir.<sup>159</sup>

#### **2.2.3.2.2. Fonlama Sürecinin İşleyişine İlişkin Yükümlülükler**

Aracının internet sitesinde, yatırımcıların kendi aralarında ve ihraççı ile iletişim kurmalarına imkân sağlanmalıdır [RC § 227.303(c)].<sup>160</sup> Söz konusu iletişim, kamuya açık şekilde yapılacaktır [RC § 227.303(c)(2)]. Aracı, bu iletişim sürecinde ihraççı adına hareket eden kişilerin kimliklerini açıklamalarını ve söz konusu iletişimi gerçekleştirmek karşılığında ihraççıdan maddi bir menfaat sağlayıp sağlamayacaklarına ilişkin bilgi vermelerini zorunlu tutmalıdır [RC § 227.303(c)(4)].

Bu şekilde bir iletişim imkânı ile yatırımcıların, kitle fonlaması kavramının işleyiş mantığına uygun şekilde, birbirleri ile şeffaf bir şekilde görüş paylaşımları, ihraççıdan doğrudan bilgi almaları ve yatırım kararlarını böylece daha iyi değerlendirmeleri amaçlanmaktadır.<sup>161</sup>

Fonlama portalı olan aracılar, yatırımcıların kendi aralarında ve ihraççı ile kurdukları iletişime dahil olamaz. Ancak iletişimin kurallarını belirleyebilir ve hakaret içeren veya dolandırıcılık sonucuna yol açabilecek iletileri kaldırabilirler [RC § 227.303(c)(1)].

---

<sup>159</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 210.

<sup>160</sup> Yatırımcıların kendi aralarında kuracakları iletişimin, kitle fonlaması yöntemi açısından önemi ve bu iletişim platformunu aracıların sağlaması gerektiği hakkında bkz. *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 134-136.

<sup>161</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 218-219.

Aracı, ihraççının, RC §227.201 ve §227.203(a) uyarınca açıkladığı bilgileri,<sup>162</sup> yatırımcıların erişimine açmakla yükümlüdür. Bilgilere erişim, ihracın başlamasından en az 21 gün önce başlamalı ve ihraç tamamlanana veya iptal edilene kadar devam etmelidir [SA böl. 4A(a)(6); RC § 227.303(a)(2); RC § 227.303(a)(3)].<sup>163</sup> İhraç başlamadan önceki 21 günlük süre içinde aracı, yatırım taahhütleri alabilecektir [RC § 227.303(a)(2)].

Aracı, bir yatırımcıdan yatırım taahhüdü aldığı anda, yatırımcıya, taahhüdünün tutarını, ilgili menkul kıymetlerin fiyatını, ihraççının adını ve hangi tarihe kadar yatırım taahhüdünden cayma hakkının kullanılabilceğini<sup>164</sup> gösteren bir bildirimde bulunmalıdır [RC § 227.303(d)].

İhraççının, hedeflenen tutara ulaşmak için koymuş olduğu hedef tarihten 48 saat öncesine kadar yatırımcılar, hiçbir sebep göstermeksizin yatırım taahhütlerinden cayma haklarını kullanabileceklerdir [RC § 227.304(a)].<sup>165</sup> İptal hâlinde, aracı, yatırımcının yatırmış olduğu fonların iadesini sağlayacaktır [RC § 227.303(e)].

Öte yandan, ihraççının, ihraca ilişkin olarak sunmuş olduğu bilgilerde, esaslı bir değişiklik olması hâlinde bu durum, aracı tarafından yatırımcılara bildirilmelidir. Ayrıca bildirim yapılırken, beş gün içinde yatırım taahhüdü teyit edilmediği takdirde taahhüdün iptal edileceği belirtilmelidir. Yatırımcı, beş gün içinde taahhüdünü teyit etmediği takdirde, aracı, yatırım taahhüdünün iptal edildiğini yatırımcıya bildirecek ve ödenen fonların iadesini sağlayacaktır [RC § 227.304(c)(1)].

---

<sup>162</sup> Bkz. yukarıda 2.2.1.1.2. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülükleri.

<sup>163</sup> Bu 21 günlük sürenin amacı, yatırımcıların bilgileri özümsemesi ve buna göre ihracı değerlendirmesidir, bkz. *Neslund*, sf. 34.

<sup>164</sup> RC § 227.304(a) uyarınca yatırımcılar, hedeflenen ihraç tutarına ulaşılması için hedeflenen son tarihten 48 saat öncesine kadar yatırım taahhütlerinden cayma hakkını kullanabilirler.

<sup>165</sup> İhracın tamamlanması için belirlenen tarihten 48 saat öncesine kadar tanınmış olan cayma hakkı süresinin, SA böl. 4A(b)(1)(G)'de yatırımcılara yatırımlarından cayabilmeleri için sunulması gerektiği öngörülen "makul imkân" (*reasonable opportunity*) ile uyumlu olduğu değerlendirilmiştir, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 240. Hedeflenen tutara ulaşılan kadar yatırımcılara cayma hakkı sunulmasının uygun bir önlem olduğu yönünde ayrıca bkz. *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 133.

Kitle fonlamasına aracılık eden fonlama portalları, yatırımcıları, ödeme yapmaları için fonları saklamaya yetkili üçüncü bir kuruluşa yönlendirmelidir. Söz konusu yetkili kuruluş, bir geniş yetkili aracı veya banka olabilir [RC § 227.303(e)(2)].<sup>166</sup>

Fonlama portalları, toplanan fonların, hedeflenen tarihte, hedeflenen fonlama tutarına ulaşması hâlinde, fonların ihraççıya aktarılması; hedeflenen tarihte hedeflenen fonlama tutarına ulaşmaması veya yatırım taahhüdünün iptali veya yatırım taahhüdünden cayma hakkının kullanılması hâlinde yatırımcıya iadesi konusunda, yetkili kuruluşa talimat verecek [RC § 227.303(e)(3)]; yetkili üçüncü kişi bu konudaki mutabakatını yazılı olarak bildirecektir [RC § 227.303(e)(2)].

Fonlama portallarının, yatırılan fonları saklama yetkisinin olmaması ve dolayısıyla fonların, yetkili üçüncü kuruluşa yönlendirilecek olması nedeniyle, bu fonların güvencesi olarak fonlama portalları için asgari bir sermaye koşulu gerekli görülmemiştir.<sup>167</sup>

Kitle fonlamasına aracılık eden geniş yetkili araçlar ise, yatırımcılar tarafından yatırılan fonları, kitle fonlaması süreci tamamlanana kadar ayrı bir banka hesabında tutmalıdır. Hedef tarihte toplanan fonlar hedeflenen fonlama tutarına ulaşmadığı veya yatırım taahhüdünden cayma hakkı kullanıldığı takdirde, yatırımcılara iade edilecek; hedeflenen fonlama tutarına ulaşıldığı takdirde ise, ihraççıya aktarılacaktır. Geniş yetkili aracı, yeddiemin sıfatıyla hareket etmek üzere, aynı işlemleri gerçekleştirmek üzere bir banka ile de anlaşabilir [RC § 227.303(e)(1) atfıyla CFR Part 240, § 240.15c2-4].

Hedef tarihte hedeflenen fonlama tutarına ulaşılması hâlinde, ihraç tamamlanmış olacaktır. Bu durumda aracı yatırımcılara işlemin tamamlandığına ilişkin bir bildirim

---

<sup>166</sup> SEC, geniş yetkili araçların tabi oldukları düzenlemeleri dikkate alarak fonların saklanması konusunda yetkili kuruluş olabileceklerini değerlendirmiştir, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 230.

<sup>167</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 232.

gönderecektir [RC § 227.303(f)]. Bu bildirim SEC, yatırımcıların yapmış oldukları işlemi doğrulayabilmeleri ve işlemin maliyetini anlayabilmeleri açısından, temel ve önemli bir yatırımcı koruma mekanizması olarak değerlendirmektedir.<sup>168</sup>

Hedeflenen fonlama tutarına hedef tarihten önce de ulaşılması mümkündür. Bu durumda ihraççı, ihracın en az 21 gün devam etmiş olması ve aracının, yeni hedef tarihi yatırımcılara bildirmesi koşuluyla ihracı erken tamamlayabilir [RC § 227.304(b)(1)-(2)].

Yeni hedef tarih, söz konusu bildirim yapılmasından itibaren en az beş gün sonrası olarak belirlenebilir [RC § 227.304(b)(3)].

İhracın tamamlanması ile toplanan fonlar, ihraççıya aktarılacaktır [RC § 227.303].

Hedef tarihte, hedeflenen tutara ulaşamaması hâlinde ise ihraç tamamlanmamış olacaktır. Bu durumda, aracı, beş gün içinde, ihracın iptal edildiğini yatırımcılara bildirecek ve yatırım tutarlarının yatırımcılara iadesini sağlayacaktır [RC § 227.304(d); RC § 227.303].<sup>169</sup>

#### **2.2.3.2.3. Aracılık Yapılan İhraççıların Pay Sahibi Olma Yasağı**

Aracılar, aracılardan yöneticileri, üst düzey görevlileri, ortakları, kural olarak aracının hizmet verdiği ihraççı şirketlerde doğrudan veya dolaylı olarak pay sahibi olamazlar [SA böl. 4A(a)(11); RC § 227.300(b)].<sup>170</sup>

---

<sup>168</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 234.

<sup>169</sup> *Murphy*, sf. 799; *Dorff*, sf. 12. Hedeflenen tutara ulaşılması hâlinde yatırım tutarının ihraççıya aktarılmaması, planladığı iş için gerekli fon hedefini sağlayamamış ihraççının, hedefin altında toplanan fonlara ulaşması hâlinde bu fonları planladığı işten başka amaçlarla kullanması riskini önlemek için getirilen bir önlemdir, bkz. *Choi/Pritchard*, sf. 608.

<sup>170</sup> *Murphy*, sf. 799.

Aracı sadece, verdiği hizmetler karşılığında, aracılığını yaptığı ihraçta ihraç edilen menkul kıymetlerle aynı türden olması kaydıyla, ihraççının ihraç ettiği menkul kıymetlerle aynı bir ödeme yapmasını kabul edebilir [RC § 227.300(b)].<sup>171</sup>

#### **2.2.3.2.4. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler**

SA böl. 4A(a)(5) ve RC § 227.301 altında, kitle fonlaması yönteminin dolandırıcılık amacıyla kullanılması riskini düşürmek için aracılardan alınması gereken önlemler şu şekilde düzenlenmiştir:

Aracılar, ihraççılardan SA böl. 4A(b) hükmü altındaki gerekliliklere<sup>172</sup> uydukları konusunda bir beyan almalı ve bu beyanın doğru olduğuna ilişkin makul bir görüş oluşturmalıdırlar.<sup>173</sup> Aracılar, ihraççıların beyanlarının doğruluğu konusunda şüphe yaratacak bir neden bulunmadıkça, bu beyanların doğruluğuna güvenebilirler [RC § 227.301(a)]. Söz konusu beyanların güvenilirliği konusunu aracılardan, ihraççılarla ilişkileri devam ederken de değerlendirmelerini sürdürmelidirler. İhraççıların beyanlarının detaylılığı, beyanların güvenilirliği konusunda dikkate alınacak faktörlerden birisidir. Ancak SEC, bu hükmün uygulamasına ilişkin önlemleri özel olarak belirlememiş, her bir ihraççı için aracılardan değerlendirmesinin, ilgili ihraççıya ilişkin sahip olduğu bilgilere göre uyarlanması gerektiğini belirtmiştir.<sup>174</sup>

Yine aracılardan, ihraç edilen menkul kıymet sahiplerinin kayıtlarının tutulması için yeterli araçlara sahip oldukları konusunda ihraççılardan aldıkları beyanların doğru olduğuna ilişkin makul bir görüşü olmalıdır. Bu konulara ilişkin olarak aracılardan,

---

<sup>171</sup> Bu istisna ile SEC, ihraççıların ihtiyaç duydukları sermayeyi sağlamaları konusunda onlara bir rahatlama sağlamayı öngörmüştür; öte yandan SEC istisnanın koşullarını ise, yatırımcıların olası bir çıkar çatışmasından zarar görmesini engelleyecek şekilde dizayn etmeyi amaçlamıştır, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 164.

<sup>172</sup> Bkz. yukarıda 2.2.1.1. Kitle Fonlaması İhraççıların Yükümlülükleri.

<sup>173</sup> *Armour/Enriques*, sf. 24-25; söz konusu teyit yükümlülüğü ile aracılardan bir “bekçi” sorumluluğu yüklendiği görüşü için, bkz. *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 769

<sup>174</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 169.

ihraççıların beyanlarının doğruluğu konusunda şüphe yaratacak bir neden bulunmadıkça, beyanların doğruluğuna güvenebilirler [RC § 227.301(b)].

Aracılar ayrıca ihraççıların RC § 227.503 hükmüne göre kitle fonlaması istisnasından yararlanmaya engel olan durumlarının<sup>175</sup> bulunup bulunmadığı konusunda bir geçmiş araştırması yapmalıdırlar. Böyle bir durumun tespiti hâlinde ilgili ihraççının, aracının internet sayfasına erişimi engellenmelidir [SA böl. 4A(a)(5); RC § 227.301(c)]. Söz konusu araştırma yükümlülüğünün kapsamı yine SEC tarafından net olarak belirlenmemiş, aracılardan kendi muhakemeleri ile riski azaltacak önlemleri belirlemelerinin daha uygun olacağı belirtilmiştir.<sup>176</sup>

Makul bir potansiyel dolandırıcılık şüphesi veya yatırımcıların korunmasına ilişkin başka bir makul risk şüphesi hâlinde aracı, riski yeterli şekilde değerlendiremeyeceği konusunda makul bir görüşe sahip ise, ilgili ihraççının, aracının internet sayfasına erişimini engellemelidir [RC § 227.301(c)].<sup>177</sup> İhraç başladıktan sonra böyle durumların öğrenilmesi veya fark edilmesi hâlinde, ihraç iptal edilmeli ve hâlihazırda yatırılan fonlar, ilgili yatırımcılara iade edilmelidir [RC § 227.301(c)]. Buradaki makul görüş ifadesi ile SEC, aracılardan için, risk işaretlerini göz ardı edemeyecekleri nesnel bir standart getirmeyi amaçlamıştır.<sup>178</sup>

Şunu da belirtmek gerekir ki, söz konusu düzenlemelerin yanı sıra, aracılardan kendi itibarlarını korumak yönündeki inisiyatiflerinin, olası dolandırıcılık durumlarına karşı

---

<sup>175</sup> Bkz. yukarıda 2.2.1.3. Kitle Fonlaması İstisnasından İhraççı Olarak Yararlanamayacak Şirketler.

<sup>176</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 179.

<sup>177</sup> “Potansiyel” dolandırıcılık şüphesi veya yatırımcıların korunmasına ilişkin başka risk ifadelerinin, aracılardan değerlendirmesi açısından yeterli açıklıkta olmadığı ve riski yeterli şekilde değerlendirememek konusundaki ifadenin ise, aracılardan açısından, dolandırıcılık konusunda detaylı bir incelemeyi gerektirecek şekilde yorumlanabileceği yönünde bkz. *Bradford, University of Cincinnati Law Review*, sf. 377.

<sup>178</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 181.

önlem almalarını ve ihraççıların sundukları bilgileri dikkatle incelemelerini sağladığı değerlendirilmektedir.<sup>179</sup>

#### **2.2.3.2.5. Mevzuata Aykırı Yapılan İhraçlara İlişkin Yaptırım**

Aracıların, mevzuata aykırı fiillerinden ötürü yatırımcılara karşı sorumluluğu mevzuatta doğrudan düzenlenmemiştir.<sup>180</sup>

SA böl. 4A(c) uyarınca ihraççıların, bilgilendirme yükümlülüğüne aykırı olarak yaptıkları ihraçlardan sorumluluğuna ilişkin hükümler,<sup>181</sup> aracılar için de aynı şekilde uygulanacaktır.<sup>182</sup>

Ayrıca, mevzuatta kendileri için gösterilen yükümlülükleri yerine getirmeyen fonlama portallarının, FINRA üyelikleri FINRA tarafından sona erdirilebilmekte, dolayısıyla faaliyetlerine devam etmeleri önlenmektedir.<sup>183</sup>

---

<sup>179</sup> SEC Personelinin SEC'ye Regulation Crowdfunding'e İlişkin 18 Haziran 2019 Tarihli Raporu, sf. 29.

<sup>180</sup> *Bradford, University of Cincinnati Law Review*, sf. 378.

<sup>181</sup> Bkz. yukarıda 2.2.1.1.2. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülükleri.

<sup>182</sup> SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, sf. 334; *Hurt*, sf. 245; *Armour/Enriques*, sf. 26; *Bowman*, sf. 329. Aracıların bu sorumluluğunun, ihraççı tarafından açıklanan bilgilerin yanlış olduğunu bildiği veya açıklanan bilgilerin doğru olmadığına ilişkin şüphe uyandıracak belirtilerin farkında olduğu durumlarda doğması gerektiği görüşü için bkz. *Bradford, University of Cincinnati Law Review*, sf. 379. SA böl. 4A(c) uyarınca sorumluluğun, belirli bir menkul kıymeti tavsiye etmemiş olan aracılar için uygulanmaması gerektiği görüşü için ayrıca bkz. *Bradford, University of Cincinnati Law Review*, sf. 395.

Söz konusu sorumluluk hükmünün, aracıları, ihraçlara ilişkin detaylı inceleme yapmaya yönlendireceği, bu durumun aracı ücretlerine yansıtacağı ve genel olarak kitle fonlaması istisnasından yararlanılarak yapılacak ihraçların maliyetini arttıracığı görüşü için bkz. *Neslund*, sf. 35.

<sup>183</sup> FINRA Letter of Acceptance, Waiver and Consent no. 2016051563901 [https://www.finra.org/sites/default/files/fda\\_documents/2016051563901\\_FDA\\_JG411996.pdf](https://www.finra.org/sites/default/files/fda_documents/2016051563901_FDA_JG411996.pdf).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM – TÜRK HUKUKUNDA PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASI

### 3.1. GİRİŞ

#### 3.1.1. Türk Hukukunda Kitle Fonlamasına İlişkin Hukuki Düzenlemeler

Kitle fonlaması, 7061 sayılı Kanun'un<sup>184</sup> 107 ilâ 111. maddeleri ile SePK'nın çeşitli hükümlerine yapılan eklemelerle mevzuatımıza girmiştir.

SePK'nın 35/A ve 99. maddelerine dayanarak SPK, Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III – 35/A.1) ile paya dayalı kitle fonlamasını düzenlemiş ve Tebliğ 3 Ekim 2019 tarihinde, Resmî Gazete'de yayınlanması ile yürürlüğe girmiştir (Tebliğ m. 27). Mevcut durumda, sadece paya dayalı kitle fonlaması düzenlenmiş durumda olduğundan,<sup>185</sup> pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının ihracının, kitle fonlaması kapsamında, izahname yükümlülüğü yerine getirilmeksizin yapılması mümkün değildir. Ancak SPK, bu yönde bir düzenleme yaptığı takdirde, SePK'nın hükümleri, pay dışında sermaye piyasası aracı ihracının kitle fonlaması kapsamında yapılmasına cevaz verecek niteliktedir.<sup>186,187</sup>

7061 sayılı Kanun ve Tebliğ'in yayınlanmasıyla, Türk mevzuatında kitle fonlamasının amacının, büyüme potansiyeli olan yenilikçi fikirleri hayata geçirecek şirketlerin finansman maliyetlerinin azaltılması suretiyle desteklenmesi ve böylece üretim veya

---

<sup>184</sup> 5 Aralık 2017 tarih ve 30261 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan 7061 sayılı Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun.

<sup>185</sup> Yanlı, *BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 35; *Yüksel*, sf. 1942.

<sup>186</sup> *Yüksel*, sf. 1941. Tebliğ'in sadece paya dayalı kitle fonlamasını düzenlemesinin, kitle fonlamasının uygulama alanını daralttığı yönündeki eleştiriler için bkz. *Yüksel*, sf. 1953-1954.

<sup>187</sup> Bu noktada, İngilizce'de “*Initial Coin Offering*” olarak ifade edilen, blok-zincir teknolojisi kullanılarak, kitlelerden para toplanması suretiyle dijital varlık satışının kitle fonlaması faaliyetine benzer yönlerinin bulunduğu ifade edilmelidir. Mevcut durumda Tebliğ, sadece paya dayalı kitle fonlamasını düzenlemiş olduğundan, dijital varlık karşılığı halktan para toplanması faaliyeti, dijital varlığın içerdiği hakkın türüne göre, izinsiz bir kitle fonlaması faaliyeti olarak değerlendirilebilecek ve yaptırıma tâbi tutulabilecektir, bkz. SPK Bülteni No. 2018/42, <https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2018&no=42>. Ancak kanaatimizce, SePK hükümleri, SPK'nın, belirli özellikleri taşıyan dijital varlık satışı suretiyle halktan para toplanması faaliyetini kitle fonlaması kapsamında düzenlemesine cevaz verecek niteliktedir.

teknoloji alanında gelişim sağlanması olduğu anlaşılmaktadır.<sup>188</sup> Bu anlamda da ABD'deki kitle fonlaması düzenlemeleri ile amaçsal bir benzerlik görülebilmektedir.<sup>189</sup>

### 3.1.2. Kitle Fonlaması Tanımı ve Kapsamı

SePK m. 3(1)(z) uyarınca kitle fonlaması, “[b]ir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla [SPK] tarafından belirlenen esaslar dâhilinde [SePK]’nin yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanması” olarak tanımlanmıştır.

Bu şekilde tanımlanan kitle fonlaması faaliyeti, aşağıda detaylandırılacağı üzere,<sup>190</sup> SePK m. 4 hükmü uyarınca izahname ve ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğünün ve SePK m. 16 hükmü uyarınca halka açık şirket statüsünün kazanılmasına ilişkin düzenlemenin istisnası olarak getirilmiştir.<sup>191</sup> SePK m. 16 düzenlemesine paralel olarak da kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan şirketler SePK m. 3(1)(e) hükmünde düzenlenen “halka açık ortaklık” tanımı ile SePK m. 3(1)(h) hükmünde düzenlenen “ihraççı” tanımının dışında tutulmuşlardır.<sup>192,193</sup> SePK’ya eklenen 35/A

---

<sup>188</sup> 7061 sayılı Kanun gerekçesi, <https://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0884.pdf>; SPK Kitle Fonlaması Basın Duyurusu, <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/20191003/0>.

<sup>189</sup> Bkz. yukarıda 2.1. Giriş ve Dipnot 71.

<sup>190</sup> Bkz. aşağıda 3.1.3. İzahname / İhraç Belgesi Yükümlülüğü ve İstisnası ile 3.1.4. Halka Açık Anonim Şirket Statüsü ve İstisnası.

<sup>191</sup> *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 779, 784.

<sup>192</sup> *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 778; *Küçükgüngör*, sf. 205.

<sup>193</sup> ABD mevzuatında kitle fonlaması yoluyla para toplayanlar, ihraççı tanımının dışında tutulmaksızın birtakım istisnalara tâbi tutulmuşlardır. Ancak bu kişiler, ABD mevzuatında “*issuer*” olarak tanımlanmaya devam etmiş olduklarından, orijinal terminolojiye sadık kalmak adına, ABD Hukukunda Paya Dayalı Kitle Fonlaması Bölümünde, bu kişiler için “ihraççı” terimi kullanılmıştır (bkz. yukarıda 2.2.1. Kitle Fonlaması İhraççıları ve Dipnot 95). Türk mevzuatında ise kitle fonlaması yoluyla para toplayan gerçek kişiler “girişimci”, tüzel kişiler “girişim şirketi” olarak adlandırıldıklarından, bu bölümde Türk mevzuatında kullanılan terimler kullanılacaktır. Girişimci ve girişim şirketine ilişkin düzenlemeler açıklanırken (girişimci de nihayetinde bir girişim şirketi kurmak zorunda olduğundan), her ikisi için genel olarak “girişim şirketi” terimi tercih edilecek; ayırım belirtilmesi gereken yerlerde girişimci terimi ayrıca kullanılacaktır.

maddesi hükmüyle ise, aşağıda detaylandırılacağı üzere,<sup>194</sup> kitle fonlaması platformları<sup>195</sup> düzenlenmiştir.

Tanımda belirtildiği üzere, kitle fonlaması kapsamında yatırılan fonlar, SePK m. 82 ve devamında düzenlenen yatırımcı tazmin hükümlerine tâbi olmayacaktır. Yatırımcı tazmin hükümleri, yatırım kuruluşlarının yatırımcılara karşı nakit ödeme yapmak veya sermaye piyasası aracı teslim etmek yükümlülüklerini yerine getirememesi hâlinde (SePK m. 82), yatırımcıların, kamu tüzel kişiliğini haiz Yatırımcı Tazmin Merkezi (SePK m. 83) tarafından tazmin edilmesini düzenlemektedir. Bu düzenlemelerin amacı, yatırım kuruluşlarının risklerine (örneğin iflas etmeleri veya mali durumlarının, yatırımcıların nakit veya sermaye piyasası aracı alacaklarını karşılayamayacak düzeye gelmesi) karşı yatırımcıları korumak ve bu suretle sermaye piyasalarının güvenilirliğini arttırmaktır.<sup>196</sup> Ancak kitle fonlaması yatırımcıları, kitle fonlaması platformunun, emanet yetkilisinin veya girişim şirketinin yatırımcıya nakit ödeme yapılması (örneğin, cayma hakkının kullanılması nedeniyle yatırılan fonların iadesi hâlinde) veya yatırılan fonlar karşılığında girişim şirketinin paylarının yatırımcıya teslim edilmesi yönündeki yükümlülüklerini yerine getirememesi hâlinde Yatırımcı Tazmin Merkezi tarafından tazmin edilmeyeceklerdir.

Mevcut durumda SPK, Tebliğ ile sadece paya dayalı kitle fonlamasını düzenlemiş olsa da SePK m. 3(1)(z) hükmünde kitle fonlaması, paya dayalı kitle fonlaması dışındaki

---

<sup>194</sup> Bkz. aşağıda 3.2.3. Platformlar.

<sup>195</sup> ABD hukukunda kitle fonlaması faaliyetleri için ayrı bir izne tâbi olmaksızın “*broker*” izni olanlar ve kitle fonlamasına özgü olarak düzenlenen “*funding portal*”lar kitle fonlaması faaliyetlerine aracılık yapabilmektedirler. Bu sebeple, ABD hukukuna ilişkin açıklamalarımızda, orijinal terminolojiye sadık kalmak adına bu kuruluşlar için sırasıyla “geniş yetkili aracı” ve “fonlama portalı” terimleri kullanılmış, her ikisine ilişkin ortak açıklamalarda genel olarak kitle fonlaması aracı veya aracı ifadesi kullanılmıştır (Bkz. yukarıda 2.2.3.1. Kitle Fonlaması Aracılar ve Dipnot 132).

Türk mevzuatında ise kitle fonlaması faaliyetlerine aracılık yapan şirketler “kitle fonlaması platformu” veya kısaca “platform” olarak ifade edilmekte ve bu faaliyeti yapacak tüm araçların kitle fonlaması platformu olarak SPK’den izin alması gerekmektedir. Bu sebeple bu bölümdeki açıklamalarımızda aracı için kitle fonlaması platformu veya platform terimleri kullanılacaktır.

<sup>196</sup> *Kaymaz*, sf. 1628; *Çetin/Töremiş/Cantimur*, sf. 192.

kitle fonlaması faaliyetlerini kapsayabilecek genişlikte, “para toplanması” ifadesiyle tanımlanmıştır.

Tebliğ’in kapsamına ilişkin 2. maddesinde ödüle ve bağışa dayalı kitle fonlamasının Tebliğ kapsamında olmadığı düzenlenmiştir. Ancak özellikle ödüle dayalı kitle fonlaması açısından, somut olaydaki ödülün, SPK tarafından sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilip nitelendirilmeyeceği önem taşımaktadır. SePK m. 3(1)(ş) hükmünde sermaye piyasası araçlarının tanımı kapsamında, SePK m. 3(1)(o) hükmünde sayılan menkul kıymetler ile SePK m. 3(1)(u) hükmünde sayılan türev araçların yanı sıra, tanımı SePK’da yapılmamış olan yatırım sözleşmesi de sayılmıştır. Hangi araçların yatırım sözleşmesi olarak nitelendirileceği konusunda, *SEC vs. Howey*<sup>197</sup> kararında belirlenen kriterler uygulandığı takdirde,<sup>198</sup> fon toplayan tarafından “ödül” olarak ifade edilen edimlerin ifa edildiği ilişkinin, SPK tarafından yatırım sözleşmesi olarak nitelendirilmesi mümkündür. Ayrıca SePK m. 3(1)(ş) hükmü, sayılanlar dışındaki araçların da sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilebilmesi konusunda SPK’yı yetkilendirilmiştir. Bu çerçevede, fon toplayan tarafından “ödül” olarak ifade edilen bir edim karşılığında halktan para toplanması hâlinde, ilgili edim, SPK tarafından SePK m. 3(1)(ş) anlamında sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilir ise; mevcut durumda pay dışındaki sermaye piyasası araçlarına dayalı kitle fonlaması henüz düzenlenmemiş olduğundan, bu faaliyet, SePK m. 109(1) kapsamında usulsüz halka arz faaliyeti teşkil edebilecektir.

Hâlihazırda, oldukça geniş kapsamlı bir sermaye piyasası aracı tanımı bulunurken, kitle fonlaması tanımının, “para toplanması” ifadesi ile sermaye piyasası araçlarını aşacak şekilde daha da geniş şekilde tanımlanması, SePK m. 2’de çerçevesi belirlenen

---

<sup>197</sup> *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Sonraki kararlarında, tanımdaki üçüncü kişi çabalarına ilişkin kısım da genişletilmiş, yalnızca üçüncü kişilerin çabasının aranması yerine, üçüncü kişilerin çabasının işletmenin yönetiminin esaslı unsuru olması yeterli bulunmuştur, bkz. *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F.2d 473, 483 (5th Cir. 1974).

<sup>198</sup> Bkz. yukarıda 2.2. Menkul Kıymetlerin Kaydedilmesi Zorunluluğu ve Halka Açık Şirket Statüsünün İstisnası Olarak Düzenlenen Kitle Fonlaması; kararda gösterilen kriterlerin detaylı açıklaması için ayrıca bkz. *Yanlı, BATİDER, Yatırım Sözleşmesi*, sf. 16-18.

sermaye piyasası mevzuatı kapsamı da dikkate alındığında, SePK'nın sistematığıne uygun olmamıştır. Mevcut tanım, sermaye piyasası aracı teşkil etmeyen ödüle dayalı kitle fonlamasını, sermaye piyasası aracından bağımsız borca dayalı kitle fonlamasını ve bağışa dayalı kitle fonlamasını kapsayacak genişliktedir. Oysa, SePK çerçevesinde kitle fonlaması, sermaye piyasası araçlarının ihracı için öngörülmüş olan izahname/ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğünün bir istisnası olarak düzenlenmiştir. Bu durumda, kuralın kapsamı sermaye piyasası araçları ile sınırlı iken, istisnanın daha geniş bir kapsamda düzenlenmesi bu anlamda da uygun olmamıştır. Dolayısıyla, SePK'da kitle fonlamasına ilişkin olarak yapılmış olması gereken düzenlemenin, sadece sermaye piyasası aracına dayalı kitle fonlaması ile sınırlı olması gerektiği yönündeki *Manavgat*'ın görüşüne katılıyoruz.<sup>199</sup> Aynı doğrultuda, SePK m. 2 hükmü dikkate alındığında, SPK tarafından yapılan bir düzenleme bulunmasa dahi (veya SPK'dan herhangi bir izin alınmasa dahi), sermaye piyasası aracı teşkil etmeyen ödüle dayalı kitle fonlaması ve bağışa dayalı kitle fonlaması faaliyeti yapılmasının önünde sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde bir engel görmüyoruz.

Öte yandan, sermaye piyasası aracına dayanmayan borca dayalı kitle fonlamasının, sermaye piyasası mevzuatından ziyade bankacılık mevzuatına tâbi olması gerektiği yönündeki görüşümüze karşı,<sup>200</sup> 7222 sayılı Kanun'un<sup>201</sup> m. 30 hükmü ile SePK m. 35/A'ya yapılan eklemeye, borca dayalı kitle fonlamasının da bankacılık mevzuatına tâbi tutulmayacağı düzenlenmiştir; böylece borca dayalı kitle fonlamasının da sermaye piyasası mevzuatın kapsamında düzenleneceği anlaşılmaktadır. Tebliğ'in m. 12(1) hükmünde, platformların ödünç para verme işlerine aracılık edemeyeceklerine ilişkin düzenleme dikkate alındığında, mevcut durumda borca dayalı kitle fonlamasına aracılık edecek platformların, paya dayalı kitle fonlamasına aracılık edecek

---

<sup>199</sup> *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 786. Benzer yönde bkz. *Küçükgüngör*, sf. 208.

<sup>200</sup> Aynı yönde, bkz. *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 786.

<sup>201</sup> 25 Şubat 2020 tarih ve 31050 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun.

platformlardan farklı olacağı, aynı platformun bu iki tür kitle fonlamasına aracılık edemeyeceği öngörülebilir.<sup>202</sup>

### **3.1.3. İzahname / İhraç Belgesi Yükümlülüğü ve İstisnası**

Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi için, kural olarak, bir izahname hazırlanması ve bu izahnamenin SPK tarafından onaylanması gerekmektedir [SePK m. 4(1)]. SePK m. 3(1)(f) hükmü uyarınca halka arz, “(s)ermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ifade eder.”

Sermaye piyasası araçlarına dayalı kitle fonlaması faaliyeti ile gerçekleştirilen işlem de, bir anonim şirketin paylarının (veya çıkardığı diğer sermaye piyasası araçlarının) satın alınması için kitlelere yapılan genel bir çağrıyı ve belirli şartların gerçekleşmesi sonunda yatırımcılara satışı içermektedir. Dolayısıyla, sermaye piyasası araçlarına dayalı kitle fonlaması faaliyeti, izahname yükümlülüğüne ilişkin kural kapsamında, izahname hazırlanmasını gerektiren bir faaliyettir.

Ancak kitle fonlaması faaliyeti, SePK m. 4(1) hükmüne, 7061 sayılı Kanun’la eklenen ikinci cümle ile, izahname hazırlama yükümlülüğünün istisnası olarak düzenlenmiş; kitle fonlaması faaliyetinin, SePK’nın ihraç belgesi hazırlanması yükümlülüğüne ilişkin düzenlemelerine de tâbi olmadığı belirtilmiştir.<sup>203</sup>

SePK çerçevesinde ihraç belgesi düzenleme yükümlülüğüne gelince; bu yükümlülük sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihracında söz konusu olmaktadır [SePK m. 11(1)]. Dolayısıyla SePK çerçevesinde, kitle fonlaması faaliyetinin ihraç belgesi yükümlülüğü kuralı kapsamına her hâlükârda girmemesi gerekmektedir. Öte yandan SePK’nın 5. maddesinin verdiği yetkiye dayanarak SPK’nın düzenlediği

---

<sup>202</sup> Tebliğ’in düzenlemesi ile platformların borca dayalı kitle fonlamasına aracılık etmesinin önünün kapatıldığı yönünde bkz. *Yüksel*, sf. 1942.

<sup>203</sup> *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 779; *Yüksel*, sf. 1948; *Küçükgüngör*, sf. 203.

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin<sup>204</sup> 5. maddesinde, izahname hazırlanmaksızın gerçekleştirilecek her türlü sermaye piyasası aracı ihracında ihraç belgesi hazırlanması gerekliliği öngörülmüştür. Bu hüküm nedeniyle doğabilecek bir şüpheye mahal verilmemesi adına, kitle fonlaması faaliyetinin hem izahname hem de ihraç belgesi hazırlama yükümlülüklerinin dışında tutulduğunun belirtilmesi uygun olmuştur.

Kitle fonlaması faaliyetinin, izahname hazırlama yükümlülüğünün dışında tutulması, bu faaliyetin, izahname hazırlamak için gerekli mali kaynağı bulunmayan şirketler için alternatif bir fon kaynağı teşkil etmesi yönündeki ekonomik amacına uygundur.<sup>205</sup> Öte yandan, fon arayan kişiler için maliyetler düşürülürken, yatırımcılara ilişkin risklerin<sup>206</sup> de azaltılması için önlemler alınmalıdır. Bu çerçevede, bir tarafta kitle fonlaması faaliyeti izahname hazırlama yükümlülüğünün bir istisnası olarak düzenlenirken, diğer tarafta da Tebliğ'de, kitle fonlaması faaliyetiyle fon arayan kişiler için, aşağıda detaylandırılacağı üzere,<sup>207</sup> “bilgi formu” hazırlamak yönünde bir zorunluluk getirilmiştir.

Kitle fonlaması faaliyetinin, izahname ve ihraç belgesi hazırlama yükümlülüklerinin istisnası kapsamında değerlendirilmesi, faaliyetin mevzuatta öngörülen kurallara uygun şekilde yapılması hâlinde söz konusu olacaktır. Aksi hâlde, yapılacak faaliyet, SePK m. 109(1) hükmünde düzenlenen usulsüz halka arz suçu kapsamına girebilecektir.<sup>208</sup>

Ayrıca belirtmelidir ki, SePK düzenlemeleri saklı kalmak kaydıyla, bir şirketin sermayesini artırmak amacıyla halka çağrıda bulunularak para toplanması TTK m. 552

---

<sup>204</sup> 22 Haziran 2013 tarih ve 28685 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1).

<sup>205</sup> Bkz. yukarıda 1.3.1. Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlamasının Ekonomik İşlevi; 3.1.1. Türk Hukukunda Kitle Fonlamasına İlişkin Hukuki Düzenlemeler.

<sup>206</sup> Bkz. yukarıda 1.4. Kitle Fonlamasının Yatırımcılar Açısından Taşıdığı Riskler.

<sup>207</sup> Bkz. aşağıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

<sup>208</sup> Tebliğ'in yürürlüğe girmesinden önceki dönemde *Akbulak*, Tebliğ öncesi dönemde kitle fonlaması faaliyetinin usulsüz halka arz suçu oluşturduğu ve dolayısıyla, o dönemki düzenlemelerle ödüle dayalı kitle fonlaması dışında kitle fonlaması faaliyeti yapılamayacağı görüşünde idi, bkz. *Akbulak*, sf. 64-65, 82.

hükmü uyarınca yasaktır ve bu yasağın ihlali, TTK m. 562(11) hükmü gereği suç teşkil etmektedir. Dolayısıyla, kitle fonlaması faaliyeti SePK ve Tebliğ düzenlemelerine aykırı şekilde yapıldığı takdirde, TTK m. 552 hükmü de ihlal edilmiş olacak ve bu durum suç teşkil edecektir.

#### **3.1.4. Halka Açık Anonim Şirket Statüsü ve İstisnası**

SePK m. 16 hükmü uyarınca, kural olarak, pay sahibi sayısı beş yüzü aşan şirketler, payları halka arz edilmiş olmasa dahi, halka açık şirket olarak kabul edilirler. Bu hükümde öngörülen faraziyenin amacı şu şekilde açıklanabilir: Pay sahibi sayısı yüksek olan şirketlerde, az sayıda paya sahip bulunan çok sayıda pay sahibinin koordinasyon sorunları oluşabilecek; bu durum bu kişilerin yöneticiler veya çoğunluk pay sahiplerinin edineceği fiili güç karşısında korunmalarını gerektirecektir. Bu korumayı sağlayacak sermaye piyasası mevzuatı hükümlerinin, pay sahibi sayısı yüksek şirketlere uygulanmasını sağlamak için söz konusu faraziye getirilmiştir.<sup>209</sup>

7061 sayılı Kanun'un, SePK m. 16 ve SePK m. 3(1)(e) hükümlerinde yaptığı değişiklikle, “*kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar*” ise bu faraziyenin bir istisnası olarak düzenlenmiştir.<sup>210</sup> Bir diğer deyişle, kitle fonlaması kapsamında fon toplamış olan şirketler, pay sahiplerinin sayısı beş yüzü aşırsa dahi, halka açık şirket statüsü kazanmayacak, halka açık şirketler için sermaye piyasası mevzuatında öngörülen zorunluluklara tâbi olmayacaklardır.<sup>211</sup>

Her ne kadar sermaye piyasası mevzuatının halka açık şirketler için öngördüğü yükümlülükleri yerine getirmek, kitle fonlaması ile fon arayan bir şirket için yüksek maliyetler yaratsa da, yatırımcıların korunması yönündeki menfaat düşünüldüğünde, SePK m. 16'ya getirilen istisnanın herhangi bir sınır olmaksızın düzenlenmesi,

---

<sup>209</sup> *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 784; *Manavgat, Halka Arz*, sf. 18-20. Farklı hissedarlık yapısındaki şirketlerde pay sahiplerinin karşılaşabilecekleri sorunlar ve hukuki koruma mekanizmalarına ilişkin değerlendirmeler için ayrıca bkz. *Armour/Hansmann/Kraakman*, sf. 2-9, 15-16.

<sup>210</sup> *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 784.

<sup>211</sup> *Yanlı, BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 37.

kanımızca, uygun olmamıştır.<sup>212</sup> Zira düzenleme mevcut hâliyle, bir kez kitle fonlaması yoluyla fon toplayan şirketleri, tüm faaliyetleri boyunca, paysahipleri sayısı açısından veya mali güç açısından hangi büyüklüğe ulaşırlarsa ulaşınsınlar, sermaye piyasası mevzuatının halka açık şirketler için getirdiği yükümlülüklerin kapsamı dışında tutmaktadır. Bunun yerine, ABD hukukundaki düzenlemeye benzer şekilde,<sup>213</sup> kitle fonlaması yoluyla fon toplamış olan şirket belirli bir mali büyüklüğe ulaşana kadar, halka açık şirket statüsü dışında tutulabilir veya şirket belirli bir mali büyüklüğe ulaşana kadar şirkette kitle fonlaması yoluyla pay sahibi olan yatırımcılar, faraziyeyle belirlenen pay sahibi sayısının hesabında dikkate alınmayabilirdi. Nitekim, aşağıda detaylandırılacağı üzere, Tebliğ’de fon toplayacak şirketler için belirli bir mali büyüklüğün altında kalma koşulu aranmıştır [Tebliğ m. 21(1)(c)].<sup>214</sup> Aynı sınırlar, kitle fonlaması yoluyla fon topladıktan sonra aşıldığı takdirde, pay sahibi sayısı beş yüzü aşan şirketin halka açık şirket statüsünde değerlendirilmesi için de uygulanabilirdi.

SePK m. 16 hükmü, pay sahibi sayısı beş yüzü aşan şirketlerin yanı sıra, payları borsada işlem gören şirketlerin de halka açık şirket olarak kabul edileceklerini düzenlemiştir. 7061 sayılı Kanun’un, SePK m. 16’da yaptığı değişikliğin lafzı itibarıyla, borsada işlem gören şirketler açısından bir istisna yaratmadığı anlaşılmaktadır. Zira “*kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere*” ifadesi, “*payları borsada işlem gören ortaklıklar*” ifadesinden ayrı bir şekilde, sadece “*pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıklar*” ifadesinin önüne getirilmiştir. Dolayısıyla, kitle fonlaması yoluyla fon toplamış olan bir şirketin payları, Tebliğ m. 21(4) hükmü çerçevesinde borsada işlem görmeye başladığı takdirde, kanaatimizce bu şirket halka açık şirket sayılacak ve halka açık şirketlere ilişkin hükümlere tâbi olacaktır.<sup>215</sup>

---

<sup>212</sup> Düzenlemeye ilişkin eleştiriler için bkz. *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 784-786.

<sup>213</sup> Bkz. yukarıda 2.2. Menkul Kıymetlerin Kaydedilmesi Zorunluluğu ve Halka Açık Şirket Statüsünün İstisnası Olarak Düzenlenen Kitle Fonlaması.

<sup>214</sup> Bkz. aşağıda 3.2.1. Girişim Şirketi / Girişimci.

<sup>215</sup> Karşı görüşte, bkz. *Yanlı, BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 38.

## 3.2. PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASI TARAFLARI

İzahname/ihraç belgesi yükümlülüğünün ve halka açık şirket statüsünün istisnası kapsamında paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplanmasına ilişkin olarak, (i) fon toplayan girişim şirketi/girişimcinin, (ii) yatırımcının ve (iii) aracının (kitle fonlaması platformunun) uyması gereken düzenlemeler aşağıda sırasıyla ele alınacaktır.

### 3.2.1. Girişim Şirketi / Girişimci

Kitle fonlaması yoluyla fon toplayan, belirli şartların gerçekleşmesi hâlinde toplanan fonların aktarıldığı ve aktarılan fonlar karşılığında yatırımcıların pay sahibi olacağı, gelişme potansiyeli taşıyan anonim şirket,<sup>216</sup> SePK’da ve Tebliğ’de “girişim şirketi” olarak adlandırılmıştır [SePK m. 3(1)(z), m. 35/A(2); Tebliğ m. 4(1)(e), m. 16(1)].<sup>217</sup> Girişim şirketinin, fonların toplandığı aşamada kurulmuş olması zorunlu değildir; fakat toplanan fonlar, ancak girişim şirketi kurulduktan sonra şirkete aktarılacaktır [Tebliğ m. 4(1)(e), m. 16(1)].

Girişim şirketlerinin bir üretim veya teknoloji faaliyeti ile iştigal etmesi gerekmektedir [Tebliğ m. 21(1)(a)]. Üretim faaliyeti, Tebliğ’de, yüksek katma değer<sup>218</sup> ve istihdam yaratma potansiyeli olan bir iş fikrinin takip edilmesiyle fiziksel bir ürün oluşturulması olarak tanımlanmıştır [Tebliğ m. 4(1)(v)]. Teknoloji faaliyeti ise, yüksek katma değerli ve rekabet gücü yüksek teknolojik ürün/hizmet üretimi veya teknolojik bir buluşun ticari bir ürün/hizmete dönüştürülmesi olarak tanımlanmıştır [Tebliğ m. 4(1)(t)]. Öte

---

<sup>216</sup> Girişim şirketinin, anonim şirket olarak kurulmayıp TTK m. 180 vd. hükümlerince tür değiştirme yoluyla anonim şirkete dönüştürülmüş bir şirket de olabileceği yönünde, bkz. *Yüksel*, sf. 1946.

<sup>217</sup> SePK m. 3(1)(z) hükmünde yer alan “girişim şirketi” ifadesini *Manavgat*, Tebliğ’in yayınından önce, 9 Ekim 2013 tarih ve 28790 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin (III-52.4) m. 3(1)(f) hükmünde tanımlanmış ve 21. maddesinde düzenlenmiş olan girişim şirketi olarak yorumlamıştır, bkz. *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 782. Ancak Tebliğ’in hükümleri incelendiğinde, kanaatimizce, SPK’nın Tebliğ ile, kitle fonlamasına özgü ayrı bir girişim şirketi düzenlediği anlaşılmaktadır.

<sup>218</sup> Katma değer basitçe yatırılan fon/sermaye ile edinilen kazanç arasındaki fark olarak tanımlanabilir, bkz. *Öztürk*, sf. 354. Ekonomik katma değer kavramı ve diğer katma değer türlerine ilişkin açıklamalar için bkz. *Öztürk*, sf. 355-357.

yandan, girişim şirketlerinin toplayacakları fonları doğrudan veya dolaylı olarak, gayrimenkul, gayrimenkule dayalı haklar veya gayrimenkul projelerinin satın alınmasında ve finansmanında kullanması yasaklanmıştır [Tebliğ m. 20(2)]. Bu hüküm de, kitle fonlamasının teknoloji ve üretim alanlarında gelişime yönelmesi amacıyla uyumludur. Ayrıca, kitle fonlaması ile belirli bir yıllık üst sınırın altında fon toplanabileceği dikkate alındığında,<sup>219</sup> kitle fonlaması yöntemi zaten gayrimenkule yönelik projelerin fonlanması için çoğu zaman uygun olmayacaktır.

Girişim şirketi, fon toplama sürecini başlatmak için kitle fonlaması platformuna, aşağıda detaylandırılacağı üzere bir bilgi formu sunacaktır.<sup>220</sup> Bu formun ilan edilmesiyle ise yatırımcılardan fon toplanabilecek olan kampanya süresi başlamış olacaktır [Tebliğ m. 17(2)]. Girişim şirketinin, bilgi formunun ilanından önceki beş sene içinde kurulmuş olması gerekmektedir [Tebliğ m. 21(1)(b)].

Girişim şirketinin ayrıca, belirli bir mali büyüklüğe ulaşmamış olması aranmaktadır. Tebliğ m. 21(1)(c) hükmü, girişim şirketlerinin, Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması Tebliği'nin<sup>221</sup> 8. maddesinde finansal tablo kalemleri için öngörülen eşikleri aşmamalarını aramaktadır. Atıfta bulunulan hükmün asıl işlevi hükümde gösterilen üç koşuldan birini sağlayan, hâlihazırda SePK'ya tâbi şirketlerin, SePK kapsamından çıkarılmasını düzenlemektir. Öngörülen ilk iki koşul [Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması Tebliği m. 8(1)(a)-(b)], mâli büyüklük gösteren eşikler saptamaktadır. Bu koşullar, (i) şirketin aktif toplamının 10 milyon TL'den az olması ile (ii) şirketin net satış hasılatı ve net satış hasılatı dışındaki gelirlerinin her ikisinin 5 milyon TL'den az olmasıdır.<sup>222</sup> Atıfta bulunulan hükümde bu iki koşul,

<sup>219</sup> Bkz. aşağıda 3.2.1.1.1. Yıllık Fon Toplama Üst Sınırı ve Fon Toplamaya İlişkin Diğer Esaslar.

<sup>220</sup> Bkz. aşağıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

<sup>221</sup> 30 Aralık 2013 tarih ve 28867 mükerrer sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (II-16.1).

<sup>222</sup> Söz konusu eşikler 2020 yılı itibariyle şirketin aktif toplamı için 19.500.000 TL ve net satış hasılatı ile net satış hasılatı dışındaki gelirler için 9.750.000 TL olarak güncellenmiştir, bkz. SPK Bülteni no. 2019/71, <https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2019&no=71>.

birbirine alternatif olarak düzenlenmiştir. Bir diğer deyişle, eşiklerden birinin veya diğerinin altında kalan şirketler, SePK kapsamından çıkabileceklerdir. Ancak, girişim şirketlerine ilişkin olarak bu iki koşul kümülatif olarak aranmalıdır. Zira, Tebliğ m. 21(1)(c) hükmü, girişim şirketlerinin atıfta bulunulan hükümdeki “eşikleri” aşmamasını aramaktadır. Dolayısıyla eşiklerden biri dahi aşıldığı takdirde, ilgili şirket, girişim şirketi olamayacak ve paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayamayacaktır.<sup>223</sup> Atıfta bulunulan hükümde, halka açık şirket statüsünden çıkabilmek için öngörölmüş olan üçüncü alternatif koşul [Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması Tebliği m. 8(1)(c)], ilgili şirketin tescil edilmiş sermayesi ve kanuni yedek akçeler toplamının tamamının karşılıksız kalmasıdır. Bu koşulda, Tebliğ m. 21(1)(c)’de ifade edildiği üzere bir “eşik” bulunmamaktadır. Ayrıca, kitle fonlaması düzenlemelerinin amacının, gelişme potansiyeli bulunan şirketlere fon toplamak konusunda kolaylık sağlanırken yatırımcıların da belirli bir ölçüde korunması olduğu düşünöldüğünde, girişim şirketi olmanın koşullarından birisinin şirketin sermayesinin ve kanuni yedek akçelerinin tamamının karşılıksız kalması olmasının düzenlenmesi anlamsız olacaktır. Dolayısıyla hem lafzi hem amaçsal olarak yorumlandığında, Tebliğ m. 21(1)(c)’de yapılan atfın, Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması Tebliği’nin 8. maddesinin 1. fıkrasının sadece (a) ve (b) bentlerini kapsadığı ve (c) bendini kapsamadığı sonucuna ulaşılacaktır. Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması Tebliği’nde belirtilen eşikler, hükmün esas işlevi açısından, altına düşölebilecek eşikler olarak öngörölmüşken; Tebliğ’de yapılan atıfla, girişim şirketleri açısından bu eşiklerin üzerine çıkılmaması gerektiğini düzenlenmektedir. Kanaatimizce, bu şekilde bir atıfla düzenleme yapılması yerine girişim şirketlerinin aşmamaları gereken mali büyüklüğün doğrudan Tebliğ’de düzenlenmesi daha açık ve elverişli olabilirdi.

---

<sup>223</sup> Aynı yönde bkz. *Küçükgöngör*, sf. 246.

Kitle fonlaması düzenlemelerinin amacı yeni kurulmuş ve henüz gelişiminin başında olan şirketlere fon toplamak konusunda kolaylık sağlamak olduğundan, girişim şirketlerine ilişkin olarak yukarıda açıklanan zamansal sınır ile mali büyüklüğe ilişkin sınırların getirildiği anlaşılmaktadır. Öte yandan, beş yıl olarak öngörülen zamansal sınırın işlevselliği tartışılabilir. Beş yıldan daha önce kurulmuş ancak faaliyet göstermemiş, henüz faaliyetinin ve gelişiminin başındaki bir şirketin, kitle fonlaması yoluyla fon toplamasındaki sakınca anlaşılmamaktadır. Kanaatimizce, mali büyüklüğe ilişkin sınır, amacı gerçekleştirmek konusunda yeterli olabilirdi.

Son olarak, girişim şirketinin bir internet sayfasının bulunması gerekmektedir. Kitle fonlamasının internet teknolojisiyle yaygınlaştığı, yatırımcıların girişim şirketlerini aracılardan internet sayfaları üzerinden bulduğu, tüm fonlama sürecinin internet üzerinden ilerlediği düşünüldüğünde, internet, bu sürecin önemli bir parçasıdır. Dolayısıyla, fonlama sürecine ve şirketin gelişimine ilişkin yatırımcılara bilgi aktarımının, aracının internet sayfası yanı sıra doğrudan girişim şirketinin internet sayfası üzerinden de yapılması,<sup>224</sup> yatırımcıların takibini ve bilgi alımını kolaylaştıracaktır. Ayrıca, aşağıda detaylandırılacağı üzere aracının, taraflara hizmet vermeyi sonlandırdığı veya aracının artık bulunmadığı durumlarda,<sup>225</sup> yatırımcının girişim şirketine ilişkin olarak en kolay ulaşabileceği bilgi kaynağı, girişim şirketinin internet sitesi olacaktır.

Girişim şirketinin fonlama sürecinin başında henüz kurulmamış olduğu durumlarda, girişim şirketine dönüştürülmek üzere bir teknoloji veya üretim faaliyetine ilişkin iş fikri (Tebliğ'in terimi ile "proje") için kaynak arayan Türkiye'de yerleşik gerçek kişiler ise Tebliğ'de "girişimci" olarak adlandırılmıştır [Tebliğ m. 4(1)(s), m. 4(1)(d)]. Girişimciler, hedefe ulaşan bir kampanyada toplanan fonların aktarılması için en geç, fonlama için kampanya süresinin sona ermesinden itibaren doksan gün içinde girişim

---

<sup>224</sup> Bu konudaki yükümlülükler için bkz. aşağıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

<sup>225</sup> Bkz. aşağıda 3.2.3.1.5. Platformların Tâbi Oldukları Koşulların Kaybedilmesi.

şirketini kurmalıdır [Tebliğ m. 16(1), m. 17(7)(b)]. Kurulan girişim şirketinin, yukarıda gösterilen mali büyüklük sınırının altında olması gerekmektedir [Tebliğ m. 21(2)].

### **3.2.1.1.Girişim Şirketlerinin Yükümlülükleri**

#### **3.2.1.1.1. Yıllık Fon Toplama Üst Sınırı ve Fon Toplamaya İlişkin Diğer Esaslar**

Tebliğ m. 16(7) hükmünde bir girişim şirketinin, kitle fonlaması kapsamında toplayacağı fonların tutarının, on iki aylık dönem için bir üst sınırının olacağı ve bu üst sınırın SPK bülteninde ilan edileceği düzenlenmiştir. Bu sınır, 2020 yılı itibariyle 10 milyon TL olarak belirlenmiştir.<sup>226</sup>

Girişim şirketlerinin başarısız olması ve benzeri yatırımcı risklerinin sınırlanması anlamında,<sup>227</sup> yıllık bir fon toplama sınırı belirlenmesi ABD hukukunda da görülen<sup>228</sup> yerinde bir önlemdir.<sup>229</sup> Sınır belirlenirken, girişim şirketinin kitle fonlaması yoluyla fon toplaması için yapacağı masraflar da (bilgi formu ve fizibilite raporunun hazırlanması, internet sitesi hazırlanması, aracıya yapılacak ödemeler vb.) dikkate alınmalıdır.<sup>230</sup> Aksi durumda, kitle fonlaması düzenlemelerinin, yeni kurulmuş ve henüz gelişiminin başında olan şirketlere fon toplamak konusunda kolaylık sağlamak yönündeki amacı sağlanamayacaktır.

Sınırın aşılması hâlinde, sınırı aşan kampanya ile izahname hazırlama yükümlülüğü ihlal edilmiş olacaktır. Bu durumda, kampanyanın sınırı aştığının/aşacağıının tespitiyle kampanya sona erdirilmeli ve o ana kadar toplanan fonların yatırımcılara iadesi sağlanmalıdır. Kanaatimizce böyle bir durumda, sadece sınırı aşan kısım değil; sınırı aşan kampanya kapsamında toplanan tüm fonlar iade edilmelidir. Sadece sınırı aşan

<sup>226</sup> SPK Bülteni no. 2019/71, <https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2019&no=71>.

<sup>227</sup> Bkz. yukarıda 1.4. Kitle Fonlamasının Yatırımcılar Açısından Taşıdığı Riskler.

<sup>228</sup> Bkz. yukarıda 2.2.1.1.1. Yıllık Kitle Fonlaması İhraç Üst Sınırı.

<sup>229</sup> Aynı yönde bkz. *Girasa/Magaldi/Kraus*, sf. 72.

<sup>230</sup> Aynı yönde bkz. *Bradford, Columbia Business Law Review*, sf. 119-120.

kısımın iadesi hâlinde, girişim şirketine hedeflemiş olduğundan daha az fon aktarılmış olacak, aktarılan bu fonla girişim şirketinin başarıya ulaşması ihtimali çok düşük olacaktır. Böyle bir durum da şüphesiz hem girişim şirketi için faydasız hem de yatırımcıların korunması açısından sakıncalıdır.

Toplanmış olan fonların emanet yetkilisi tarafından yatırımcılara iadesinin sağlanması konusunda ise kanaatimizce platform sorumlu olmalıdır, zira Tebliğ m. 11(3)(c) hükmü uyarınca fonların yatırımcılara iadesi konusunda platformlar sorumlu tutulmuştur. Ayrıca, bu aşamada toplanan fonlar emanet yetkilisi nezdinde platform adına açılan bloke bir hesapta tutulmaktadır, dolayısıyla platform, yatırımcılara iade konusunda emanet yetkilisine talimat verebilmelidir. Sınırın ihlal edilmesi ayrıca, SePK m. 109’da öngörülen usulsüz halka arz suçu kapsamına girebilecektir.

Söz konusu sınırın SPK bülteni ile belirlenecek olması ise bir eleştiri konusudur. SPK bülteni ile belirlenecek olan kitle fonlaması fon toplama üst sınırı, hangi tutara kadar izahname yükümlülüğü yerine getirilmeksizin kitle fonlaması yoluyla halka arz yapılabileceğini gösterecektir. Bu sınırın aşılması ise, SePK m. 109 kapsamında suç teşkil edebilecektir. Dolayısıyla, TCK<sup>231</sup> m. 2’de öngörülen “suçta ve cezada kanunilik ilkesi”<sup>232</sup> gereğince bu sınırın aslen kanunla belirlenmesi daha doğru olacaktır. Ancak kanunkoyucunun, suç teşkil eden fiilin tüm unsurlarını kanunda göstermeyip kanunda gösterdiği sınırlar çerçevesinde başka bir idarî makama belirleme yetkisi vermesi de mümkün olabilmektedir.<sup>233</sup> Ceza hukuku anlamında bu yaklaşım kabul edilse dahi, SPK’nın SePK m. 35/A(2) hükmü çerçevesinde “toplanacak paranın azami limitine” ilişkin düzenleme yapma yetkisini, SePK m. 128(2) gereğince Resmî Gazete’de yayınlanacak düzenleyici işlem niteliğinde yönetmelik ve tebliğlerle icra etmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, üst sınırın belirlenmesi için yöntemin, sadece SPK’nın

---

<sup>231</sup> 12 Ekim 2004 tarih ve 25611 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu.

<sup>232</sup> *Demirbaş*, sf. 112-114, 118-121.

<sup>233</sup> *Demirbaş*, sf. 116-118.

internet sitesinde yayınlanan ve talep edilen kişilere elektronik posta yoluyla gönderilen SPK bülteninde yapılacak bir ilan olması, kanımızca uygun olmamıştır.

Girişim şirketlerinin fon toplaması konusunda Tebliğ’de öngörülen bir diğer sınırlama ise, on iki aylık dönemde ikiden fazla kampanya ile fon toplaması yapılamayacağı şeklindedir [Tebliğ m. 16(7)]. Bu düzenleme kanımızca yatırımcıların korunması için uygun bir düzenlemedir. Şöyle ki: Tebliğ m. 17(7) hükmü, fon toplayanların ancak hedefledikleri tutara ulaşmaları hâlinde toplanan fonların kendilerine aktarılmasını düzenlemektedir. Bu düzenleme kanaatimizce yatırımcıların korunması için işlevseldir. Şöyle ki, fon toplayan girişim şirketinin projesini gerçekleştirebilmek için öngördüğünden daha az fonu topladığı durumda bu fonla projesini gerçekleştirebilme ihtimali daha düşük olacak; bu da yatırımcı için riskin daha yüksek olması anlamına gelecektir. Kampanya sayısına ilişkin bir sınır bulunmadığı takdirde girişim şirketleri gerçekten faaliyet amaçlarını gerçekleştirmek için ihtiyaç duyduklarından çok daha düşük hedefle, fazla sayıda kampanya yürütebilecektirler. Bu fazla sayıda kampanyanın bir kısmında belirledikleri hedefe ulaşmadıklarında ise, hedefe ulaştıkları kampanyalardan edindikleri fonlar, projelerini gerçekleştirmek için yeterli olmayacak, dolayısıyla bu kampanyalar için yatırım yapan yatırımcıların yatırımlarını kaybetme riskleri daha yüksek olacaktır.

Platformların yatırım komitelerinin, girişim şirketi tarafından hazırlanacak olan bilgi formu ve fizibilite raporunu inceleyip onaylaması hâlinde fon toplamanın mümkün olmasını sağlayan düzenlemelerin,<sup>234</sup> belirtilen riski bertaraf edeceği ve dolayısıyla kampanya sayısının sınırlanmasına ilişkin hükmün gerekli olmadığı yönünde görüşler de bulunabilir. Ancak, değerlendirmelerdeki hata ihtimali göz önünde bulundurulduğunda, her halükârda kampanya sayısına ilişkin yıllık sınırlama işlevsel olacaktır. Kaldı ki, kitle fonlamasının henüz yeni kurulmuş, gelişim ve faaliyetinin

---

<sup>234</sup> 3.2.3.2.2.1. Bilgi Formunun Onaylanması, Girişim Şirketinin Bilgilendirilmesi ve Kampanya Sayfasının Oluşturulması.

başındaki şirketlere fon sağlamak konusunda getirilen bir kolaylık olduğu düşünüldüğünde, bu şirketlerin hâlihazırda yürütmüş oldukları kampanyaların sonucunda topladıkları fonları nasıl kullandıkları yönünde bir veri oluşmadan, kısa aralıklarla sürekli yeni kampanyalarla fon toplamalarının önüne geçilmesi de, yatırımcıların yatırım kararlarını verirken daha çok bilgiye sahip olabilmeleri anlamında işlevseldir. Mevcut bir kampanya devam ederken yeni bir kampanya başlatılmaması [Tebliğ m. 17(1)] da aynı amaca hizmet etmektedir.

Toplanacak fon üst sınırına riayet edilip edilmediği, MKK tarafından tespit edilecektir [Tebliğ m. 16(9)].<sup>235</sup> Bu noktada belirtmek gerekir ki, Tebliğ m. 16(9) hükmünde belirtilen “yatırım sınırı” ifadesi, yanlış bir ifadedir. Yatırım sınırı, girişim şirketlerinin toplayacakları fonun sınırını değil; yatırımcıların yatırım yapabilecekleri sınırı, yani Tebliğ’in 15. maddesinde gösterilen sınırları ifade etmektedir.

Bir girişim şirketi tarafından on iki ay içinde yapılan kampanya sayısı ve toplanacak fon üst sınırı belirlenirken, kanaatimizce tamamlanmış olan kampanyalar dikkate alınmalıdır. Tamamlanmamış ve dolayısıyla fonlamanın sağlanmadığı kampanyaların sınır kapsamında dikkate alınmasının, yatırımcı korunması anlamında bir işlevi olmayacağı gibi, bu durum kitle fonlaması faaliyetini amaçsız şekilde sınırlandırmış olacaktır.

Tebliğ m. 16(7) hükmüyle öngörülen bir başka düzenleme bilgi formunda açıklanması ve yukarıda açıklanan ihraç üst sınırının aşılması kaydıyla, talep edilen fon miktarının azami %20’sine kadar ek fon toplanabileceğidir.

---

<sup>235</sup> Tebliğ çerçevesinde MKK’nın gerçekleştireceği faaliyetlere ilişkin olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 20 Mart 2020 tarih ve 31074 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 12 Mart 2020 tarih ve 10865/20464 sayılı kararıyla “Kitle Fonlaması Sistemi Faaliyeti”nin MKK’nın gerçekleştirebileceği faaliyetler kapsamında onaylanmasına karar vermiştir. 24 Mart 2020 tarihi itibarıyla MKK’nın kendi internet sitesinde, kitle fonlaması sistemi oluşturulması çalışmalarında son aşamaya gelmiş olduğu ilan edilmiştir, bkz. <https://www.mkk.com.tr/tr/news/Haber-ve-Gelismeler/Kitle-Fonlamasi-Sistemi-calismalarimizda-son-asamaya-gelindi->.

Tebliğ m. 16(8) hükmünde, 1 milyon TL'yi aşan ihraçlarda, (toplanabilecek ek fon dışında) esas hedeflenen fonun en az %10'unun nitelikli yatırımcılar tarafından karşılanması öngörülmüştür. Tebliğ'in m. 4(1)(o) hükmünde tanımlanan nitelikli yatırımcılar,<sup>236</sup> ekonomi literatüründe risk sermayedarları ve melek yatırımcılar olarak ifade edilen yatırımcılara karşılık gelmektedir. Bu yatırımcılardan fon sağlamanın zorlukları yukarıda açıklanmıştır.<sup>237</sup> Bu zorluklar dikkate alındığında, 1 milyon TL'yi aşan çok az sayıda ihraç yapılabileceği öngörülebilir. Hükümde ayrıca, bilgi formunda belirtilmek kaydıyla, nitelikli yatırımcılar için daha yüksek bir tahsisat oranı öngörülebileceği belirtilmiştir. Nitelikli yatırımcıların %10 ve üzerinde bir oranda fon sağlayacağı bir girişim şirketinin başarı şansının daha yüksek olacağı öngörülebilir, zira bu nitelikli yatırımcıların yatırım kararı vermeden önce ciddi değerlendirmelerde bulunmaları ve pay sahibi olduktan sonra şirkete yönetsel ve stratejik katkılar sunmaları beklenecektir. Dolayısıyla, bilgi formunda bu şekilde bir kayıt bulunan kampanyaların, nitelikli yatırımcılardan alacağı katkıyı sağlayabildiği varsayımında, diğer yatırımcılardan fon sağlması ihtimali de yükselecektir. Bu hükümde gösterilen sınırlara riayet edilip edilmediği de yine MKK tarafından tespit edilecektir [Tebliğ m. 16(9)].

### **3.2.1.1.2. Yatırılan Fonların Girişim Şirketine Aktarımı ve Girişim Şirketi Paylarına İlişkin Esaslar**

Kitle fonlaması yoluyla toplanan fonlar, ancak hedeflenen fon tutarına ulaşıldığı takdirde girişim şirketine aktarılacaktır [Tebliğ m. 17(7)].<sup>238</sup> Bu fonlar karşılığında yatırımcıların girişim şirketinin paylarına sahip olabilmesi için, söz konusu fonların tamamının nakden ödenmiş olması gerekmektedir [Tebliğ m. 16(2)].

<sup>236</sup> Bkz. aşağıda 3.2.2.1. Nitelikli Yatırımcı – Nitelikli Olmayan Yatırımcı Ayrımı.

<sup>237</sup> Bkz. yukarıda 1.3.1. Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlamasının Ekonomik İşlevi.

<sup>238</sup> Bu hükmün işlevine ilişkin olarak bkz. 3.2.1.1.1.Yıllık Kitle Fonlaması İhraç Üst Sınırı ve Fon Toplamaya İlişkin Diğer Esaslar.

Kampanya bir girişim şirketi tarafından yürütülmüş ise, şirketin, kampanya süresinin sona ermesinden itibaren otuz gün içinde, toplanmış olan fon tutarı kadar sermaye artırımını yapması gerekmektedir [Tebliğ m. 17(7)(a)].<sup>239</sup> Her ne kadar Tebliğ'de özellikle düzenlenmemiş olsa da, sermaye artırımını ile çıkarılacak payların yatırımcılara aktarılabilmesi için, girişim şirketinin mevcut pay sahiplerinin TTK m. 461 kapsamında rüçhan haklarını kullanmamaları fiili bir zorunluluktur.

Kampanya bir girişimci tarafından yürütülmüş ise, kampanya süresinin sona ermesinden itibaren doksan gün içinde girişim şirketi kurulmalı, kuruluşun tescilinden itibaren otuz içinde ise, toplanan fon tutarı kadar sermaye artırımını yapılmalıdır [Tebliğ m. 17(7)(b)]. Her iki durumda da, kitle fonlaması yoluyla yatırım yapan yatırımcılara, yatırımları karşılığında verilecek paylar, şirketin kuruluş sermayesi karşılığında çıkarılmış olan veya şirketin kitle fonlaması yoluyla fon toplamadan önce yapmış olduğu sermaye artırımları sonucu hâlihazırda var olan paylar değil; kitle fonlaması yoluyla fon toplanması sonucunda yapılacak sermaye artırımını ile çıkarılacak yeni paylardır [Tebliğ m. 16(1)].<sup>240</sup> Bu düzenlemenin amacı, kitle fonlaması yoluyla fon toplama kararı alan ve yatırımcılara projeyi/girişim şirketini tanıtan girişimci/girişim şirketi ortaklarının, fonlama gerçekleştikten sonra, amaçlanan projeyi yapabilmek üzere şirkette pay sahibi olarak kalmasını sağlamaktır. Bu anlamda da hem kitle fonlaması düzenlemeleriyle hedeflenen üretime yönelik ve/veya teknolojik gelişimin sağlanması hem de yatırımcıların korunması açısından bu hüküm işlevseldir.

Girişimci/girişim şirketi ortaklarının,<sup>241</sup> kampanya sürecinin başlamasından (girişimci/girişim şirketinin bir kitle fonlaması platformuna fon toplama talebiyle

---

<sup>239</sup> Söz konusu hükmün ifadesinden, çıkarılan payların primli pay olarak çıkarılamayacağına anlaşılacağı yönünde bkz. *Yüksel*, sf. 1947.

<sup>240</sup> Çıkarılacak payların, yatırımcılar tarafından aslen iktisap edileceği yönünde bkz. *Yüksel*, sf. 1946. Sermaye artırımlarında sermaye taahhüdü sonucu edinilen payların aslen iktisap edildiği yönünde bkz. *Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)*, No. 809.

<sup>241</sup> *Yanlı*, girişim şirketi ortakları ifadesi ile, kampanya süreci başlamadan önce pay sahibi olan kişilerin pay devrinin sınırlandırıldığını ve söz konusu sınırlamanın kitle fonlaması yöntemiyle sağladığı fon karşılığı pay iktisap eden yatırımcıları kapsamadığı yönünde görüş bildirmiş ancak hükmün yeterince açık düzenlenmemiş olmasını eleştirmiştir, bkz. *Yanlı, BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 49.

başvurmasından) itibaren üç yıl içerisinde kendi aralarında veya nitelikli yatırımcılara yapacakları pay devirleri dışında üçüncü kişilere iradî olarak pay devri yapamamalarına ilişkin kural [Tebliğ m. 16(10)] da aynı amaca hizmet etmektedir. Tebliğ m. 16(10) düzenlemesinin ifadesinden, düzenlemenin emredici bir kural teşkil ettiği anlaşılmaktadır. Dolayısıyla, bu kurala aykırı şekilde yapılacak devirler, kanımızca, TBK m. 27 gereğince kesin hükümsüz kabul edilmelidir.

Sermaye artırımını sonrasında girişim şirketi, tüm paylarının MKK nezdinde kaydileştirilmesini ve yatırımcıların paylarının, hesaplarına aktarılmasını sağlamalıdır [SePK m. 13; Tebliğ m. 17(7)(c), Tebliğ m. 19(1)-(2)]. Bu işlem gerçekleştirildikten sonra, emanet yetkilisi nezdinde girişim şirketi adına bloke edilmiş olan yatırımcılardan toplanan fonlar, girişim şirketine aktarılacak ve kampanya süreci sona erecektir [Tebliğ m. 17(7)(ç); Tebliğ m. 19(3)].

Tebliğ m. 16(3) hükmünde nitelikli yatırımcılara imtiyazlı pay<sup>242</sup> sağlanabileceği öngörülmüştür. Yukarıda açıklandığı üzere,<sup>243</sup> nitelikli yatırımcıların, fon aktardıkları şirketlerde bazı yönetsel haklar talep etmeleri beklenecektir. Nitelikli yatırımcıların bilgi ve deneyimi göz önünde bulundurulduğunda, bu kişilerin yeni kurulmuş ve faaliyetinin henüz başındaki şirketlerde yönetsel haklarının bulunması, şirketin başarısı ve dolayısıyla diğer yatırımcıların menfaati açısından da olumlu olabilecektir.

Öte yandan aynı hükümde, diğer yatırımcılar açısından ise imtiyaz farkı yaratılmaması gerekliliği gösterilmiştir.<sup>244</sup> Kitle fonlaması yatırımcılarının çok çeşitli bilgi ve deneyim düzeyinde olabilecekleri düşünüldüğünde, yaratılmış olan bir imtiyaz

---

<sup>242</sup> TTK m. 478 ve TTK m. 360 kapsamında, esas sözleşme ile bazı paylara kâr payı, tasfiye payı, oy hakkı, yönetim kurulunda temsil edilme gibi konularda üstün bir hak olarak ifade edilebilen imtiyazlar tanınması imkânı sağlanmıştır. Bu imtiyazlara ilişkin detaylı bilgi için bkz. *Bahtiyar*, sf. 279-283; *Ayhan/Çağlar/Özdamar*, sf. 418-422.

<sup>243</sup> Bkz. yukarıda 1.3.1. Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlamasının Ekonomik İşlevi.

<sup>244</sup> Bu gereklilik uyarınca imtiyazlardaki eşitlikten, hem sağlanacak imtiyazın türünün aynı olmasının hem de niceliksel olarak imtiyazın eşit uygulanmasının (örneğin, aynı nominal değerdeki paya aynı sayıda oy hakkı tanınmasının) anlaşılması gerektiği yönünde bkz. *Yanlı, BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 45-46.

farkının kendileri için nasıl bir avantaj veya dezavantaj teşkil edeceğini değerlendiremeyecek yatırımcılar olabilecektir. Böyle bir durumun önüne geçmek adına, Tebliğ'in bu hükmü, yatırımcıların korunması anlamında işlevseldir.

Tebliğ m. 16(1) hükmünde, sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak payların, yani yatırımları karşılığında yatırımcıların sahip olacakları payların, oydan yoksun olabileceği düzenlenmiştir. Bu düzenlemenin amacının, toplanan fonlarla yapılacak sermaye artırımını sonucunda şirketin kontrolünün değişmesinin önlenmesi olduğu anlaşılmaktadır.<sup>245</sup> Mülga SePK<sup>246</sup> m. 14/A hükmünde düzenlenmiş olan oydan yoksun paylara ilişkin olarak, TTK ve SePK'da düzenleme bulunmamaktadır. Mülga SePK hükmü uyarınca, oydan yoksun pay çıkarılmasının şartları, esas sözleşmede bu yönde hüküm bulunması ve oydan yoksun paylara kâr payı imtiyazı sağlanmasıdır. Oydan yoksun paylara ilişkin diğer esaslar, Mülga SePK döneminde, çeşitli tebliğlerle düzenlenmiştir. Ancak mevcut düzende, Tebliğ hükmünde belirtilmiş olan oydan yoksun payların hangi esaslara göre, hangi koşullarda çıkarılacağına ilişkin herhangi bir açıklık bulunmamaktadır. Oydan yoksun paylar yatırımcılar açısından amaçsal olarak değerlendirildiğinde, Mülga SePK döneminde oydan yoksun paylara kâr payı imtiyazı verildiği ve böylece oy hakkından vazgeçilmesi karşılığında yatırımcıların yatırımlarından daha yüksek bir gelir elde edebildiği anlaşılmaktadır. Yine Mülga SePK döneminde çıkarılmış olan Oydan Yoksun Paylara İlişkin Tebliğ'in<sup>247</sup> 16. maddesinde, şirketin üç yıl üst üste kâr dağıtamaması hâlinde, oydan yoksun pay sahiplerinin oy hakkı elde edecekleri düzenlenmiştir. Bu anlamda da, oydan yoksun pay çıkaracak şirketlerin, düzenli kâr dağıtımını yapabilecek bir mali gücünün bulunması gerektiği anlaşılmaktadır. Oysa Tebliğ çerçevesinde oydan yoksun pay

---

<sup>245</sup> *Yüksel*, sf. 1954. Yazar, kitle fonlaması düzenlemesinin paya dayalı kitle fonlaması ile sınırlandırılmasının, girişim şirketinin kontrol yapısının değişmesi riskini yaratacağı görüşündedir.

<sup>246</sup> 30 Temmuz 1981 tarih ve 17416 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan ve SePK'nın 139. maddesiyle yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.

<sup>247</sup> 21 Ocak 2009 tarih ve 27117 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan ve 22 Haziran 2013 tarih ve 28685 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Pay Tebliği (VII-128.1) ile yürürlükten kaldırılan Oydan Yoksun Paylara İlişkin Tebliğ (I-36).

çıkarmak girişim şirketlerinin, oydan yoksun pay sahiplerine kâr payında imtiyaz sağlaması gibi bir gereklilik bulunmadığı gibi, kâr payında imtiyaz sağlansa dahi, şirketin düzenli kâr dağıtımını yapabilecek mali güce ulaşması konusunda da -girişim şirketlerinin faaliyetlerinin henüz başındaki şirketler oldukları düşünülüğünde- hiçbir öngörülebilirlik olmayacaktır. Kanunî bir temeli bulunmayan ve yatırımcıların korunması için bir dengeleme mekanizması öngörülmeden, girişim şirketlerinin oydan yoksun pay çıkarabileceğini öngören bu düzenleme, bu gerekçelerle eleştirilebilir.<sup>248</sup>

### **3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri**

Kitle fonlaması yoluyla fon toplanabilmesi için, girişim şirketinin öncelikle, girişim şirketi ve ihraç edilecek paylara ilişkin olarak birtakım açıklamaların yer alacağı bir bilgi formu ile fizibilite raporunu fonlama sürecine aracılık edecek kitle fonlaması platformuna sunması gerekmektedir. Zira, fon toplama aşamasına geçilmesinin ön koşulu, hazırlanan bilgi formunun, kitle fonlaması platformunun yatırım komitesi tarafından onaylanmasıdır [Tebliğ m. 16(4)].

Girişim şirketi tarafından hazırlanıp kitle fonlaması platformunun yatırım komitesi tarafından onaylanan bilgi formu, kampanya sayfasında yayınlanacaktır [Tebliğ m. 16(4)].

Girişim şirketi ayrıca, toplanacak fonların hangi amaçlarla kullanılacağına ilişkin bir rapor hazırlamalı ve bu rapor da kampanya süresinin başlangıcından itibaren kampanya sayfasında yayınlanmalıdır [Tebliğ m. 20(1)].

Tebliğ'de bilgi formunun içeriğinde hangi bilgilerin bulunması gerektiği yönündeki standartların SPK tarafından belirleneceği gösterilmiş olmakla birlikte [Tebliğ m. 4(1)(j); Tebliğ m. 16(5)], bu standartlar henüz belirlenmiş değildir. Öte yandan, bir girişim şirketinin kampanyasının yayınlanması konusunda karar verecek olan kitle fonlaması platformunun yatırım komitesine bilgi formu ile birlikte sunulacak olan

---

<sup>248</sup> Benzer görüşte bkz. *Yanlı, BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 44-45; *Yüksel*, sf. 1954.

fizibilite raporunun içeriği, Tebliğ'in EK/2'sinde gösterilmiştir. Buna göre, fizibilite raporu, girişim şirketine ve yöneticilerine ilişkin temel tanıtıcı bilgilerin yanı sıra, girişim şirketinin yapacağı faaliyetler, sunacağı ürünler, faaliyet göstereceği pazarlar, kullanacağı fonlar, bütçe kalemleri ve karşılaşılabileceği riskler konusunda plan ve öngörülerini içermelidir. Söz konusu fizibilite raporunun yatırımcıların incelemesine açılacağına ilişkin bir hüküm bulunmamasından, bu raporun esasen yatırım komitesinin değerlendirmesine esas olacağı, bilgi formunun ise yatırımcıların yatırım yapacakları girişim şirketine ilişkin bilgi sahibi olmasını sağlayacağı anlaşılmaktadır.

Kitle fonlaması yöntemine başvuracak şirketlerin, faaliyetinin henüz başında şirketler olacağı düşünüldüğünde, bu şirketlerin başarı şansının ortalama yatırımcı tarafından değerlendirilmesi de belirli bir süredir faaliyeti devam eden, sektöründe belirli bir tanınırlığı olan şirketlerin değerlendirilmesinden daha zor olacaktır. Aşırı bilginin ortalama yatırımcı tarafından değerlendirilmesinin güçlükleri de dikkate alındığında,<sup>249</sup> bilgi formunun içeriğinin fizibilite raporuna göre daha dar olması gerektiği sonucuna ulaşılabilecektir. Ayrıca izahname/ihraç belgesi hazırlama yükümlülüklerinin bir istisnası olarak düzenlenen kitle fonlamasının, faaliyetinin henüz başında olan şirketler için finansman kolaylığı sağlanması yönündeki amacının gerçekleştirilebilmesi için, bilgi formu ve fizibilite raporu hazırlanmasının maliyetinin izahname hazırlama maliyetinden daha düşük olması gereklidir.<sup>250</sup>

Öte yandan ise, bilgi formu, yatırımcıların yatırım yapacakları girişim şirketinin yapacağı faaliyetleri, girişim şirketinin faaliyetinin ve girişim şirketinde yatırımcı olmanın risklerini anlamalarını sağlayacak içeriğe sahip olmalı;<sup>251</sup> yatırımcıların kitle fonlaması platformu dışında girişim şirketine ilişkin bilgi alabileceği internet sitesi

---

<sup>249</sup> *Manavgat, Halka Arz*, sf. 197-199; *Gözüyeşil*, sf. 97-99.

<sup>250</sup> ABD hukukunda, bilgi formunun karşılığı olan Form C'nin kapsamının genişliğine ilişkin olarak, hazırlık konusunda yarattığı maliyetler üzerinden eleştiriler için bkz. 2.2.1.1.2. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülükleri ve Dipnot 100.

<sup>251</sup> Bilgi formunun amacının, yatırımcıların yapacakları yatırımla ilgili bilgi edinmelerinin sağlanması olduğu yönünde bkz. *Yanlı, BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 29.

dahil olmak üzere, girişim şirketinin iletişim bilgilerini içermelidir. Bu kapsamda, faaliyet konusu, üretimi planlanan ürünler, öngörülen kaynakların üretimi sağlamak konusundaki yeterliliği, girişim şirketinin faaliyetine ilişkin olarak öngörülen riskler ve yatırımcıların şirket ortağı olarak karşılaşılabilecekleri riskler, sade bir dille, özet şekilde açıklanmalıdır.

Bunun dışında, Tebliğ'in çeşitli maddelerinde, bilgi formunda yer alması beklenen bazı konular gösterilmiştir. Buna göre:

Toplanan fonların hangi tarihe kadar, hangi amaç için kullanılacağı bilgi formunda açıklanmalıdır [Tebliğ m. 20(4), m. 20(6)].

Yatırımcılara verilecek payların koşulları, örneğin, bu payların imtiyazlı olup olmadığı, oydan yoksun olup olmadığı, gelecekte yapılabilecek sermaye artırımlarına katılmadıkları takdirde ortaklık oranlarının düşeceği, yatırımcıların payları dışındaki paylarda imtiyaz bulunup bulunmadığı gibi konular bu kapsamda belirtilmelidir [Tebliğ m. 16(3)].

Kampanya sürecinde, hedeflenen tutarı aşacak şekilde ek fon toplanacak ise, bu husus bilgi formunda yer almalıdır [Tebliğ m. 16(7)]. İhracın bir kısmı nitelikli yatırımcılara tahsis edilecek ise, bu oran bilgi formunda gösterilmelidir [Tebliğ m. 16(8)]. Kampanya sonunda, çıkarılacak payların yatırımcılara hangi esaslara göre dağıtılacağı ve hedeflenen tutarı (veya ön görülen ek fon tutarını) aşan şekilde toplanmış olan fonların ne şekilde yatırımcılara iade edileceği konusu, bilgi formunda açıklanmalıdır [Tebliğ m. 17(6), m. 17(11)].

Kampanya süresi içinde bilgi formunda yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek<sup>252</sup> şekildeki değişiklikleri veya yeni durumların ortaya çıkması

---

<sup>252</sup> Yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek bilgi kavramı SePK m. 15'te, sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak kamuya açıklanması gereken bilgi tanımlanırken kullanılmış, aynı hükme dayanılarak çıkarılmış olan 23 Ocak 2014 tarih ve 28891 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Özel Durumlar Tebliği'nde (II-15.1) de "içsel bilgi" tanımlanırken aynı ifadeye yer verilmiştir. SPK'nın çıkarmış olduğu 10 Şubat 2017 tarihli Özel Durumlar Rehberi'nde, bilginin, yatırımcının yatırım

hâlinde, girişim şirketi bu durumu, kitle fonlaması platformuna derhâl bildirmelidir. Bu bildirim yapılırken, bilgi formunda gerekli değişiklikler yapılarak, bilgi formunun yeni hâli de kitle fonlaması platformu ile paylaşılmalıdır [Tebliğ m. 18(1)]. Bu bildirim derhâl yapılması öngörülmüş, herhangi bir somut süre sınırı gösterilmemiştir. Ancak, ABD hukukundaki benzer düzenlemenin mantığından hareketle,<sup>253</sup> değişen bilgi formunun onaylanması ve yayını ile yatırımcıların cayma hakkı süresinin yeniden başlayacağı düşünüldüğünde, girişim şirketinin de menfaati, en hızlı şekilde bildirim yapılması ve böylece yatırımcıların cayma haklarını kullanıp kullanmayacağını öğrenmek yönünde olacaktır.

Kampanya sonrasındaki süreçte girişim şirketleri, kampanya süresinin sonundan, toplamış oldukları fonların tamamının kullanıldığı tarihe kadar, her altı aylık dönemde ve fonların tamamının kullanıldığı tarihte girişim şirketinin durumunu ve fonların kullanım yerlerini gösteren bir bilgilendirmeyi, kitle fonlaması platformunun ilgili kampanya için açmış olduğu kampanya sayfasında ilan etmelidir [Tebliğ m. 20(3)]. Hükümde yer almamakla birlikte aynı bilgilendirmenin, girişim şirketinin kendi sayfasında da ilan edilmesi uygun olacaktır. Tebliğ m. 20(3) hükmünde, girişim şirketinin “veya projenin” durumunun ilan edilmesi düzenlenmiş olmakla birlikte, kampanya süresi bitip fonların aktarımının gerçekleştiği aşamada, girişim şirketi kurulmuş olacağından [Tebliğ m. 17(7)(b)], hükümdeki “proje” atfının karşılığı kanaatimizce bulunmamaktadır. Proje ile kastedilenin, girişim şirketinin faaliyet amacı olduğu anlaşılmaktadır.

Girişim şirketi, toplanmış olan fonların, bilgi formunda gösterilmiş olan amaca uygun olarak kullanılması konusunda özel amaçlı bağımsız denetim raporu hazırlatmalıdır

---

kararını etkileyip etkilemeyeceği değerlendirilirken, somut olayın koşullarında, ilgili bilginin tek başına, rasyonel bir yatırımcının karar verme anındaki değerlendirmesine olan etkisinin dikkate alınabileceği belirtilmiştir, bkz. Özel Durumlar Rehberi, sf. 5-6. Yatırımcıların yatırım kararı ifadesinin yatırım yapmak veya yapmamak şeklinde hem olumlu hem olumsuz kararları kapsadığı yönünde bkz. *Manavgat, Halka Arz*, sf. 214.

<sup>253</sup> Bkz. yukarıda 2.2.1.1.2. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülükleri.

[Tebliğ m. 20(4)].<sup>254</sup> Bu rapor, 1 milyon TL'nin üzerinde fon toplayan girişim şirketleri açısından fonun şirkete aktarılmasından itibaren yıllık olarak ve fonların tamamının kullanıldığı tarih itibarıyla; 1 milyon TL'nin altında fon toplayan girişim şirketleri açısından ise, bilgi formunda fonların tamamının kullanılacağına belirtildiği tarih ve fiilen fonların tamamının kullanıldığı tarih itibarıyla düzenlenmelidir [Tebliğ m. 20(4)]. Rapor, belirtilen bu tarihlerden itibaren otuz gün içinde hazırlanıp imzalandıktan sonra beş gün içinde girişim şirketine teslim edilecektir. Girişim şirketi raporu teslim aldıktan sonra iki iş günü içinde hem platformun girişim şirketi için düzenlemiş olduğu kampanya sayfasında yayınlamalı hem de kendi internet sitesinde yayınlamalıdır [Tebliğ m. 20(5)]. Bu raporun hazırlanmasında kusurlu hareket ettikleri takdirde denetçiler, girişim şirketine, pay sahiplerine ve girişim şirketinin alacaklılarına karşı verdikleri zarardan ötürü TTK m. 554 gereği sorumlu olacaklardır.

Girişim şirketi ayrıca periyodik olarak, TTK'nın 514 ve 515. maddelerine uygun olarak hazırlanmış finansal tabloları ile TTK'nın 516. maddesine uygun olarak hazırlanmış faaliyet raporunu veya VUK'a<sup>255</sup> göre hazırlanmış finansal tablolarını ve faaliyet raporlarını, ilgili yılı izleyen yılın dördüncü ayına kadar hem kendi internet sitesinde yayınlamalı hem de kampanyanın gerçekleştiği yılı izleyen beşinci yılın sonuna kadar platformun girişim şirketi için düzenlemiş olduğu kampanya sayfasında yayınlamalıdır [Tebliğ m. 22(2), m. 22(4)].

Girişim şirketi ayrıca; feshi veya iflasına ilişkin ortaya çıkan durumları ve gelişmeleri; konkordato başvurusu yapmasını ve başvurunun sonuçlanmasını ve yönetim kontrolünün değişmesi durumunu, yatırımcılara ilan etmelidir. Bu ilanı girişim şirketi, ilana konu olayın gerçekleşmesi veya öğrenilmesinden itibaren en geç iki iş günü içinde hem kendi internet sitesinde yayınlamalı hem de kampanyanın gerçekleştiği yılı

---

<sup>254</sup> İlgili rapor, SePK'nın 62. maddesi ile 12 Haziran 2006 tarih ve 26196 Mükerrer sayılı Resmî Gazete'de yayınlanmış olan Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ'e (X-22) göre SPK'nın listesine alınmış bir bağımsız denetim kuruluşu tarafından hazırlanmalıdır.

<sup>255</sup> 10 Ocak 1961 tarih ve 10705 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan 213 sayılı Vergi Usul Kanunu.

izleyen beşinci yılın sonuna kadar platformun girişim şirketi için düzenlemiş olduğu kampanya sayfasında yayınlatmalıdır. İlânda yapılan açıklamalar Türkçe olmalı; yanlış, eksik veya yanıltıcı olmamalıdır [Tebliğ m. 22(1), m. 22(3), m. 22(4), m. 22(5)]. Tebliğ'in ilanını öngördüğü bu konular, şirketin faaliyetine devam edip etmeyeceği konusunda belirleyici olabilecek önemdedir, dolayısıyla şirketin ortaklarına duyurulmasının öngörülmesi kanaatimizce uygun bir düzenlemedir. Şirketin yönetim kontrolünün değişmesi durumu, Tebliğ'in m. 4(1)(bb) hükmünün atfıyla, kanaatimizce Pay Alım Tebliği<sup>256</sup> m. 12 hükmü çerçevesinde değerlendirilmelidir. Buna göre, girişimci veya girişim şirketinin kampanya sürecindeki pay sahibi veya pay sahipleri dışındaki kişi veya kişilerin girişim şirketinde, doğrudan veya dolaylı olarak tek başına veya birlikte hareket ettikleri<sup>257</sup> kişilerle beraber oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahip olması veya yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olması hâlinde bu durum, yukarıda açıklanan şekilde ilan edilmelidir.

Son olarak, girişim şirketlerinin SPK'nın talep edeceği her türlü bilgi ve belgeyi de SPK'ya sunması zorunludur (Tebliğ m. 24).

Yukarıda açıklanan bilgilendirme yükümlülüklerinin yanı sıra, girişim şirketine ilişkin olarak, yanlış veya yanıltıcı olmayacak şekilde, bilgi formunda açıklanan bilgilerle uyumlu bilgiler içerecek şekilde reklam yapılması önünde bir engel bulunmamaktadır [Tebliğ m. 22(6)]. Bu anlamda Tebliğ'in düzenlemesi, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 27 hükmünde öngörülen tanıtım ve reklam düzenlemesine paralellik

---

<sup>256</sup> 23 Ocak 2014 tarih ve 28891 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1).

<sup>257</sup> Birlikte hareket etme kavramı, Pay Alım Tebliği'nin m. 4(1)(c) hükmünde “(h)edef ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmek amacıyla teklifte bulunanla ya da bir teklifin başarılı bir şekilde sonuçlandırılmasını engellemek amacıyla hedef ortaklıkla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ya da tüzel kişileri” olarak tanımlanmıştır. Ayrıca, Pay Alım Tebliği'nin m. 12(3) hükmünden hareketle, (i) girişim şirketinin tüzel kişi ortaklarının yönetim kontrolünü elinde bulunduran kişiler ve (ii) bu kişilerin yönetim kontrolüne sahip olduğu diğer şirketler ile (iii) girişim şirketinin gerçek veya tüzel kişi ortaklarının yönetim kontrolüne sahip olduğu diğer şirketler, birlikte hareket eden şirketler olarak kabul edilecektir.

göstermekle birlikte ABD hukukunda kitle fonlaması yöntemiyle fon toplanması konusundaki reklam ve tanıtım düzenlemelerinden farklıdır.<sup>258</sup>

Kitle fonlaması yoluyla fon toplanan girişim şirketi ve projelerle ilgili reklamlar internet üzerinde çok çeşitli internet sitelerinde ve sosyal medya platformlarında çok çeşitli formlarda yayınlanabilecektir. Bu reklamların herbirinin uygunluğunun denetlenebilmesi için SPK tarafından saptanması oldukça güç olacaktır. Kaldı ki, bu reklamlar, bilgi formunda yer alan bilgilerle çelişirse dahi, kitle fonlaması yoluyla fon toplanmasının ve reklama konu girişim şirketinde pay sahibi olunmasının riskleri konusunda yatırımcıları yeterince bilgilendirmeyebilecektir. Bu durumda, reklamın içeriği yanlış veya yanıltıcı olmasa da yatırımcıların yatırım kararı verirken muhakemesi üzerinde yatırım yapmak yönünde bir etki doğabilecektir. Kitle fonlaması yönteminin diğer halka arzlara göre daha yüksek riskler taşıyabilecekleri dikkate alındığında, yatırımcıların korunması yönünde bir dengenin sağlanması için, kanaatimizce, reklam konusunda ABD hukukundaki düzenlemeye paralel bir düzenleme yapılması düşünülebilirdi. Böylece kitle fonlaması platformu dışındaki tanıtımların, sınırlı bilgiler vererek yatırımcıyı kitle fonlaması platformunun ilgili kampanya için oluşturduğu kampanya sayfasına yönlendirmesinin düzenlenmesi, böylece yatırımcıların doğrudan, Tebliğ hükümleriyle belirlenmiş bir formda bilgilenebilmesi, yatırımcıların yatırım kararını daha sağlıklı şekilde verebilmesi için daha uygun olabilirdi.

### **3.2.1.2.Kitle Fonlaması Yoluyla Fon Toplayamayacak Şirketler**

Kitle fonlaması yoluyla fon toplayamayacak şirketler, Tebliğ m. 21(3) hükmünde gösterilmiştir.

Buna göre, öncelikle, halka açık şirketler, kitle fonlaması yoluyla fon toplayamaz. Kitle fonlaması düzenlemelerinin temel amaçlarından birisi, faaliyetinin henüz

---

<sup>258</sup> Bkz. yukarıda 2.2.1.1.3. Reklam Sınırlamaları.

başında olan şirketlere bir fon toplama kolaylığı sağlamak için onları halka açık şirketlerin tâbi olduğu birtakım yükümlülüklerin dışında tutmaktır. Bu yolla, yatırımcıların koruması azalırken, üretim ve teknoloji konusunda atılım yapabilecek projelerin gerçekleşmesi için bir şans yaratılmaktadır. Hâlihazırda halka açık olan, dolayısıyla belirli bir mali güce ulaşmış şirketlerin, kitle fonlaması yoluna başvurmak suretiyle, yatırımcıların korunması için önemli olan düzenlemelerin kapsamından çıkması, amaca hizmet etmeyecektir. Dolayısıyla, halka açık şirketlerin kitle fonlaması yoluyla fon toplayamaması kanaatimizce uygun bir düzenlemedir.

Yönetim kontrolü<sup>259</sup> başka bir tüzel kişiye ait olan şirketlerin de kitle fonlaması yoluyla fon toplayamaması kanaatimizce doğru bir düzenlemedir. Bu yolla, hâlihazırda girişim şirketi olmak için gerekli koşulları taşımayan<sup>260</sup> şirketlerin, özellikle belirli bir mâli gücü hâlihazırda bulunan şirketlerin, sadece kitle fonlaması yoluyla fon toplamanın avantajlarından yararlanmak amacıyla iştirak kurarak, Tebliğ'in koşullarını dolanmasının önüne geçilmiştir. Halka açık şirketlerin ve sermaye piyasası kurumlarının, sermayesinin ve oy haklarının %10 veya daha fazlasına sahip olduğu veya yönetim kuruluna üye belirleme imtiyazına sahip olduğu şirketlerin kitle fonlaması yoluyla fon toplayamaması da aynı amaca uygun bir düzenlemedir.

Bu düzenlemelere ek olarak, ABD hukukundaki düzenlemeye paralel şekilde,<sup>261</sup> daha önce kitle fonlaması yoluyla fon toplamış ancak yukarıda açıklanan raporlama yükümlülüklerini<sup>262</sup> gereğince yerine getirmemiş veya topladığı fonları ilan ettiği amaca uygun kullanmadığı tespit edilmiş şirketlerin yeniden kitle fonlaması yoluyla fon

---

<sup>259</sup> Yönetim kontrolüne ilişkin açıklamalarımız için bkz. yukarıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

<sup>260</sup> Bkz. yukarıda 3.2.1. Girişim Şirketi / Girişimci.

<sup>261</sup> Bkz. yukarıda 2.2.1.3. Kitle Fonlaması İstisnasından İhraççı Olarak Yararlanamayacak Şirketler.

<sup>262</sup> Bkz. yukarıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

toplayamayacağını düzenlenmesi de uygun bir düzenleme olabilirdi. Bu anlamda Tebliğ'in düzenlemesi kanaatimizce eksik kalmıştır.

### **3.2.2. Yatırımcılar**

#### **3.2.2.1. Nitelikli Yatırımcı Tanımı**

Kitle fonlaması yatırımcıları arasında Tebliğ, çeşitli hükümlerde “nitelikli yatırımcı”lara ilişkin özel düzenlemeler getirmiştir.

Nitelikli yatırımcı, Tebliğ'in m. 4(1)(o) hükmünde, SPK'nın, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları düzenlemelerindeki nitelikli yatırımcı tanımına atıfla tanımlanmıştır.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin m. 3(1)(o) hükmünde nitelikli yatırımcı, SPK'nın sermaye piyasası araçlarının satışına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan kişilere ve Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te<sup>263</sup> tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişilere atıfla tanımlanmıştır.

SPK'nın sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlemelerine yapılan atfı açıklamakla başlayacak olursak, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nin<sup>264</sup> m. 4(1)(m) hükmünde nitelikli yatırımcı, SPK'nın “*yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşteriler*” olarak tanımlanmıştır.

Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin<sup>265</sup> 31. maddesinde profesyonel müşteriler ve 32. maddesinde talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilen müşteriler gösterilmiştir.

---

<sup>263</sup> 15 Şubat 2013 tarih ve 28560 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik.

<sup>264</sup> 28 Haziran 2013 tarih ve 28691 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2).

<sup>265</sup> 17 Aralık 2013 tarih ve 28854 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1).

Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 31 uyarınca, 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, emekli ve yardım sandıkları, kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu SPK tarafından kabul edilebilecek diğer kuruluşlar, profesyonel müşterilerdir. Ayrıca, aktif toplamının 50 milyon TL, yıllık net hâsılatının 90 milyon TL, özsermayesinin 5 milyon TL üzerinde olması kıstaslarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar da profesyonel müşterilerdir. Dolayısıyla bu kurum ve kuruluşlar, Tebliğ çerçevesinde nitelikli yatırımcı kabul edileceklerdir.

Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 32(1) hükmünde hangi koşulları sağlayan müşterilerin talep hâlinde profesyonel müşteri olarak kabul edileceği sayılmış; m. 32(3) hükmü ise, m. 32(1) hükmünde sayılan koşullardan sadece (b) bendindeki koşulu karşılayanların, SPK'nın ilgili düzenlemelerinde yer alan nitelikli yatırımcı tanımı kapsamında kabul edileceği belirtilmiştir. Dolayısıyla, Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 32(1)(b) hükmünde gösterilen, “*(n)akit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk Lirası tutarını aşması*” koşulunu sağlayan müşteriler de Tebliğ kapsamında nitelikli yatırımcı olarak kabul edilecektir.

Son olarak, Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'e yapılan atıfla belirtilen bireysel katılım yatırımcısı, ilgili yönetmelikte kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişiler olarak tanımlanmaktadır. İlgili yönetmeliğin 5. maddesinde öngörülen gelir, sermaye veya deneyim kriterlerini sağlayan ve 6. maddesinde öngörülen mahkûmiyeti bulunmayan kişiler, Hazine ve Maliye Bakanlığı'na müracaatla, söz konusu lisansı alabileceklerdir. Bu kişiler de Tebliğ çerçevesinde nitelikli yatırımcı kapsamında olacaklardır.

### 3.2.2.2. Yıllık Kitle Fonlaması Yatırım Üst Sınırı ve Pay Devir Sınırlaması

#### Sorunu

Nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişi yatırımcılar açısından Tebliğ m. 15 hükmüyle yıllık bir yatırım sınırı getirilmiştir. Bu kişiler, kitle fonlaması yoluyla bir yıl içerisinde en fazla 20.000 TL yatırım yapabilecekler; ancak yıllık net gelirinin %10'u, 20.000 TL'yi aşan yatırımcılar, toplam yatırımları yıllık 100.000 TL'yi aşmamak üzere, 20.000 TL sınırını aşabileceklerdir.<sup>266</sup> ABD hukukunda da bir benzeri bulunan yıllık yatırım üst sınırı düzenlemesi,<sup>267</sup> yatırımcıların olası kayıplarını sınırlamak için kanaatimizce uygun bir yöntemdir. Tebliğ'de belirlenen sınırın malvarlığı toplamı yerine yıllık net gelir kıstasına dayanması da kanaatimizce doğru bir tercih olmuştur: Kişilerin malvarlıkları toplamı, bu malvarlığını oluşturmak konusunda verecekleri kararlara güvenmek için yeterli bir kıstas olmayabilir zira kişiler kendi gelirlerinden bağımsız olarak, miras veya mal rejimi yoluyla yüksek değerde malvarlığı toplamına ulaşabilirler. Kişilerin yıllık gelirinin belli bir eşiğin üzerinde olması, gelir elde etme konusunda verecekleri kararlara güvenmek anlamında, daha anlamlı bir kıstastır.

Öte yandan, kişilerin yıllık net gelirleri konusunda, ABD hukukunda olduğu gibi,<sup>268</sup> kişinin kendi beyanına dayanılması yatırımcıların korunması için getirilmiş olan bu önlem zayıflatabilecektir.

Söz konusu sınıra riayet edilip edilmediğini, platformlardan aldığı bilgi üzerinden MKK kontrol edecektir [Tebliğ m. 15(2)]. Ancak uygulamada, yatırımcıların, yurt dışındaki kitle fonlaması araçları üzerinden Tebliğ m. 13(1) hükmünde öngörülen

---

<sup>266</sup> Tebliğ'de düzenlenen bu sınırlar, Tebliğ'in 26. Maddesi hükmü uyarınca her yıl, bir önceki yıla ilişkin olarak Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ilan edilen yeniden değerlendirme oranı dikkate alınarak, SPK tarafından revize edilebilir.

<sup>267</sup> Bkz. yukarıda 2.2.2.1. Yıllık Kitle Fonlaması Yatırım Üst Sınırı.

<sup>268</sup> Bkz. yukarıda 2.2.2.1. Yıllık Kitle Fonlaması Yatırım Üst Sınırı.

şekilde<sup>269</sup> kitle fonlaması yatırımları yapması hâlinde, bu yatırımlar, yatırım sınırlarına riayet değerlendirmesinde dikkate alınamayacaktır.

Son olarak, yatırımcıların kitle fonlaması yoluyla edindikleri paylara ilişkin olarak ABD hukukunda var olan satış sınırlaması,<sup>270</sup> Tebliğ'de yer almamaktadır. Yatırımcılara ait payların satışına ilişkin olarak ikincil piyasa işlemlerinin sınırlanması, ABD hukukunda, yatırım üst sınırının dolanılmasının önlenmesi için getirilmiş bir düzenleme iken bir yandan da bu sınırlama, kitle fonlaması yönteminin gelişimine ve yatırımcıların yatırım yaptıkları şirket içindeki konumlarına getirebileceği zararlardan ötürü eleştirilmiştir.<sup>271</sup> Kitle fonlaması yoluyla iktisap edilen payların daha sonra satışı konusunda zaten piyasa kaynaklı zorluklar olabileceği düşünüldüğünde, gerekliliği ve etkinliği belirsiz olan bir sınırlamanın Tebliğ ile getirilmemiş olması kanaatimizce doğru bir tercih olmuştur.

Böyle bir satış sınırlaması yerine getirilebilecek daha etkin bir önlem, kanaatimizce, MKK'nın kitle fonlaması yoluyla yapılan yatırımlarla ilgili olarak yatırım sınırına riayet konusunda yapacağı kontrolün, ilgili menkullerin ikincil piyasadan alımı konusunda genişletilmesi yönünde bir düzenleme olacaktır.

### **3.2.3. Platformlar**

Kitle fonlaması istisnasından yararlanarak ihraç yapılabilmesi için, ihracın, bir kitle fonlaması platformu aracılığıyla yapılması gerekmektedir [SePK m. 3(1)(z); Tebliğ m. 4(1)(i)]. Platform, SePK'da ve Tebliğ'de "*kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik*

---

<sup>269</sup> Bkz. aşağıda 3.2.3.3. Yurt Dışında Yerleşik Platformların Faaliyetlerine İlişkin Düzenlemeler.

<sup>270</sup> Bkz. yukarıda 2.2.2.2. Satış Sınırlaması.

<sup>271</sup> Bkz. yukarıda Dipnot 127.

*ortamda hizmet veren kuruluş*” olarak tanımlanmaktadır [SePK m. 35/A(1); Tebliğ m. 4(1)(k)].<sup>272,273</sup>

Her ne kadar kitle fonlaması platformları, SePK’nın sermaye piyasası kurumları ve faaliyetlerine ilişkin üçüncü kısmında düzenlenmiş olsa da,<sup>274</sup> sermaye piyasası kurumlarını tanımlayan SePK m. 3(1)(t) hükmünün, sadece SePK m. 35’e atıf yapıyor olması ve kitle fonlaması platformlarına ilişkin düzenlemelerin SePK m. 35’e eklenmeyerek, bu düzenlemelere 35/A referansı ile ayrı bir maddede yer verilmesi, kanımızca, kanun koyucunun da platformları, sermaye piyasası kurumu olarak düzenlemeyi amaçlamadığına işaret etmektedir. Nitekim SePK m. 35/A(4) hükmünde açıkça kitle fonlaması işlemlerinin ve platformların faaliyetlerinin SePK m. 37 ve SePK m. 38’de düzenlenen yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile bunlara ilişkin yan hizmetler kapsamına girmediği açıkça belirtilmiştir.

Platformların, kitle fonlamasına aracılık faaliyeti ile işgal edebilmeleri için hangi koşullara tâbi oldukları ve kitle fonlamasına hangi yükümlülükler çerçevesinde aracılık edecekleri aşağıda detaylandırılacaktır.

---

<sup>272</sup> Tebliğ hükümleri, katılım bankaları ile geniş yetkili aracı kurumlar da kitle fonlaması işlemlerinde aracılık yapabileceğini öngörmüştür. Ancak, ABD mevzuatından farklı olarak, bu durumda, hâlihazırda BDDK veya SPK izni ile faaliyet gösteren bu kurumların, ayrıca platform olarak da faaliyet göstermek için SPK’dan izin almaları gerekmektedir. Dolayısıyla, bu kurumların tâbi oldukları koşullar ve sahip oldukları yükümlülükler, ayrı bir başlık altında değerlendirilmeyip yeri geldikçe diğer platformlardan farkları belirtilecektir.

<sup>273</sup> Her ne kadar platform, SePK ve Tebliğ’de, kitle fonlaması işlemlerine aracılık yapan kuruluş olarak tanımlansa da, Tebliğ’in bazı hükümlerinde, platform ifadesinin, kitle fonlaması işlemlerine aracılık yapan kuruluşun internet sitesi anlamına gelecek şekilde kullanıldığı anlaşılmaktadır, örneğin bkz. Tebliğ m. 9(5); m. 11(9); m. 11(11).

<sup>274</sup> Hükmün SePK’da düzenlendiği yer konusundaki eleştiriler için bkz. *Memiş/Turan*, sf. 173; *Baytemür*, sf. 619.

### 3.2.3.1. Platformların Tâbi Oldukları Koşullar ve Koşulların Kaybedilmesi

Platformların faaliyete başlayabilmek için SPK'dan izin almaları zorunlu tutulmuştur [SePK m. 35/A(2)].<sup>275</sup> Bu izin, Tebliğ'e "listeye alınma" olarak yansıtılmıştır [Tebliğ m. 5(1)].<sup>276,277</sup>

Platform olarak kitle fonlamasına aracılık edecek şirketlerin, izin almak veya Tebliğ'in ifadesiyle SPK'nın platform listesine alınmak için, Tebliğ'in EK/1'inde gösterilen belgelerle SPK'ya başvurması gerekmektedir [Tebliğ m. 5(2); Tebliğ EK/1]. Başvuruda sunulan bilgi ve belgelerde eksiklik bulunması hâlinde, bu eksikliğin giderilmesi için başvuru sahibine SPK tarafından süre verilecek; bu süre içinde eksiklik giderilmediği hâlde başvuru işleminden kaldırılacaktır [Tebliğ m. 5(6)].

İzin verilebilmesi için platformların kuruluşlarına, ortaklarına,<sup>278</sup> pay devirlerine, çalışanlarına ilişkin koşulların belirlenmesi konusunda SePK, SPK'yı yetkilendirmiştir [SePK m. 35/A(2)]. Bu yetkilendirme çerçevesinde, kitle fonlaması platformlarının SPK'dan izin alabilmesi ve izin çerçevesinde faaliyetlerini sürdürmesi için Tebliğ'de belirlenmiş olan koşullar ve bu koşulların kaybedilmesinin sonuçları aşağıda detaylandırılmaktadır.<sup>279</sup>

---

<sup>275</sup> *Manavgat, Kitle Fonlaması*, sf. 779; *Memiş/Turan*, sf. 174; *Baytemür*, sf. 619-620; *Küçükgüngör*, sf. 206.

<sup>276</sup> Liste ifadesi Tebliğ m. 4(1)(m) hükmünde SPK tarafından "paya dayalı kitle fonlamasına aracılık etmesi uygun görülen platformların yer aldığı liste" olarak tanımlanmıştır.

<sup>277</sup> Aynı kural, ABD hukukunda da görülmekte, zira ABD hukukunda kitle fonlaması sürecine aracılık yapan fonlama portallarının, SEC'ye kayıt adı altında, SEC'den izin almaları gerekmektedir, bkz. yukarıda 2.2.3.1.2. Fonlama Portalları.

<sup>278</sup> SePK m. 35/A ve Tebliğ'in ifadesi takip edilerek, platformların pay sahipleri için "ortak" terimi kullanılmıştır.

<sup>279</sup> Platformlara ilişkin Tebliğ'de düzenlenen izin koşullarının, aracı kurumlara ilişkin SePK'da düzenlenen koşullara benzerliği konusunda bkz. *Baytemür*, sf. 620.

### 3.2.3.1.1. Şirket Yapısı ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Koşullar

Tebliğ'in 5. maddesi uyarınca, kitle fonlama platformlarının anonim şirket olması gerekmektedir [Tebliğ m. 5(3)(a)].<sup>280</sup>

İzin başvurusu sırasında, kitle fonlama platformlarının sermayesinin en az 1 milyon TL olması ve bu sermayenin tamamının nakden ödenmiş olması aranmaktadır. Özsermayenin izni takip eden ilk iki yılda en az 500 bin TL olması, sonrasında ise özsermayenin de en az 1 milyon TL'ye ulaşması gerekmektedir [Tebliğ m. 5(3)(b) ve m. 5(8)]. Bu şekilde Tebliğ, kanaatimizce, sermayenin yarısının ilk iki yılda izin gerekliliklerinin ve operasyonun devamlılığının sağlanması için kullanılabilir olacak olmasını öngörmektedir. Ancak bu iki yılın sonunda özsermayenin, yeniden 1 milyon TL'ye çıkması gerekliliğinden ötürü platformlar, kâr dağıtım kararı alırken ve sair harcamalarda bulunurken, bu gerekliliği yerine getirip getiremeyeceklerini dikkate almalıdırlar. Nitekim TTK m. 376(1) hükmü de sermayenin (ve kanuni yedek akçeler toplamının) yarısının karşılıksız kalması durumunda, yönetim kurulunun genel kurula iyileştirici önlemler sunması gerektiğini düzenlemiştir.

Her ne kadar kitle fonlaması sürecinde toplanan fonlar platformlar nezdinde saklanmıyor olsa da,<sup>281</sup> kitle fonlama platformlarının çalışanlarına ve iç organizasyonuna ilişkin gereklilikler, kitle fonlama sürecindeki görevleri ve platformların yatırımcılara karşı sorumlulukları değerlendirildiğinde,<sup>282</sup> bu şekilde bir asgari sermaye ve özsermaye koşulunun bulunması, kitle fonlaması sürecinin doğru ve güvenli olarak işletilebilmesi için uygun bir önlem olarak kabul edilebilir.

---

<sup>280</sup> Bu düzenlemeye ilişkin eleştiriler için bkz. *Memiş/Turan*, sf. 173-174.

<sup>281</sup> Bkz. aşağıda 3.2.4. Emanet Yetkilisi.

<sup>282</sup> Bkz. aşağıda 3.2.3.2. Platformların Yükümlülükleri.

Platformun ticaret unvanında “Kitle Fonlaması Platformu” ibaresinin bulunması ve platformun münhasıran kitle fonlaması faaliyetinde bulunacağıının esas sözleşmesinde belirtilmesi zorunludur [Tebliğ m. 5(3)(ç)-(d)].<sup>283</sup>

Platformun esas sözleşmesinin Tebliğ’e uygun olması gerekliliği, izin koşulları arasında ayrıca belirtilmektedir [Tebliğ m. 5(3)(ç)-(d)]. Bu çerçevede esas sözleşmenin özellikle sermaye ve faaliyetler maddelerinin bu başlıkta belirtilen koşulları yansıtması; yönetim kurulu ve pay devirleri maddelerinin aşağıda<sup>284</sup> detaylandırılacak koşulları yansıtması gerekliliği vurgulanmalıdır.

Platformların şirket yapısına ilişkin olarak Tebliğ’in öngördüğü son koşul, paylarının tamamının nama yazılı olması gerekliliğidir [Tebliğ m. 5(3)(c)]. Ortaklara ilişkin koşulların<sup>285</sup> sağlanacağı şekilde pay devirlerine ilişkin kısıtlamaların<sup>286</sup> uygulanabilmesi için payların nama yazılı olması uygun bir önlemdir.

Tebliğ m. 5(4) hükmü uyarınca, yukarıda öngörülen koşullar, izin başvurusunda bulunan katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar için aranmaz.

### **3.2.3.1.2. Ortaklara, Yönetim Kuruluna ve Yönetim Kurulu Üyelerine İlişkin Koşullar ile Pay Devirleri**

Platformun yönetim kurulunun en az üç kişiden oluşması zorunludur [Tebliğ m. 5(f)]. Bu üç kişiden en az birinin Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik’te

---

<sup>283</sup> Şirketlerin TTK m. 371(2) kapsamında, faaliyet konusu dışındaki işlemlerle bağlı olup olmayacağına ilişkin değerlendirmeler için bkz. *Yanlı, BATİDER, İşletme Konusu*, sf. 7-21.

Platform, faaliyet konusu dışında yapılmış olan bir işlemle TTK m. 371(2) hükmü kapsamında bağlı kabul edilse dahi, bu durum, Tebliğ m. 11(1) hükmüne aykırılık teşkil edecek ve sermaye piyasası mevzuatı kapsamında aşağıda 3.4.3.2.6. Platformların Hukuka ve Yükümlülüklerine Aykırı Faaliyetlerine İlişkin Tedbir ve Yaptırımlar başlığında açıklanan sonuçlar doğabilecektir.

<sup>284</sup> Aşağıda bkz. 3.2.3.1.2. Ortaklara, Yönetim Kuruluna ve Yönetim Kurulu Üyelerine İlişkin Koşullar ile Pay Devirleri.

<sup>285</sup> Bkz. aşağıda 3.2.3.1.2. Ortaklara, Yönetim Kuruluna ve Yönetim Kurulu Üyelerine İlişkin Koşullar ile Pay Devirleri.

<sup>286</sup> Bkz. aşağıda 3.2.3.1.2. Ortaklara, Yönetim Kuruluna ve Yönetim Kurulu Üyelerine İlişkin Koşullar ile Pay Devirleri.

tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip olması gerekmektedir [Tebliğ m. 6(2)].<sup>287,288</sup>

Yönetim kurulu üyeleri ve ortakların hepsine ilişkin olarak ise, aşağıdaki koşulların sağlanması gerekmekte olup söz konusu koşullar, platformların tüzel kişi ortaklarının önemli etkiye sahip ortakları için de geçerlidir [Tebliğ m. 5(1)(e); m. 6; m. 5(5)]. Önemli etkiye sahip ortak, Tebliğ'in 4(1)(ö) hükmünde "*(s)ermaye veya oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak %10 veya daha fazlasını temsil eden paylar ile bu oranın altında olsa dahi yönetim kurullarına üye belirleme imtiyazı veren paylara sahip orta(k)*" olarak tanımlanmıştır. Kanaatimizce, Tebliğ'in öngördüğü koşulların dolanılmaması için, söz konusu önemli etkiye sahip ortaklara ilişkin koşulların, gerçek kişi ortağa ulaşılan kadar her tüzel kişi seviyesinde aranması gereklidir.

Öncelikle yönetim kurulu üyeleri ve ortakların müflis olmaması, konkordato ilan etmiş olmaması ve izin için SPK'ya başvurulduğu tarih itibarıyla iflas erteleme süresi içinde bulunmaması gerekmektedir [Tebliğ m. 6(1)(a)]. İflasın kaldırılması, kapatılması veya konkordato teklifinin tasdiki kararlarının üzerinden on yıl geçmesi hâlinde bu koşul dikkate alınmayacaktır [Tebliğ m. 6(3)].

Yönetim kurulu üyeleri ve ortaklar, son on yılda faaliyet izninin SPK tarafından iptal edilmesinin kesinleştiği bir kuruluşta, bu yaptırım gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmamalıdır [Tebliğ m. 6(1)(b); m. 6(3)]. Söz konusu yaptırım; SePK m. 96 uyarınca, bir sermaye piyasası kurumunun hukuka aykırı faaliyetleri nedeniyle veya SePK m. 41 uyarınca faaliyet izninin hukuka aykırı yollarla alınmış

---

<sup>287</sup> Bireysel katılım yatırımcısı lisansına ilişkin açıklamalar için bkz. yukarıda 3.2.2.1. Nitelikli Yatırımcı Tanımı.

<sup>288</sup> Tebliğ m. 5(4) hükmü uyarınca, yönetim kurulu ve yönetim kurulu üyelerine ilişkin koşulların yani Tebliğ'in 6. maddesi hükümlerinin, izin başvurusunda bulunan katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar için aranmaması gerekmektedir. Öte yandan, Tebliğ'in 6. maddesinin 2. fıkrasında, yönetim kurulu üyelerinden birisinin Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip olması şartının katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar bakımından uygulanmayacağı belirtilmiştir. Tebliğ m. 5(4) hükmü varken, Tebliğ'in 6. maddesinin 2. fıkrasında, söz konusu koşulun katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar bakımından uygulanmayacağı belirtilmesi bir tekrar teşkil etmiştir.

olması veya izin koşullarının kaybedildiğinin SPK tarafından tespitinden itibaren üç ay içinde koşulların yeniden sağlanmamış olması nedeniyle uygulanmış olabilir. Yönetim kurulu üyeleri ve ortaklar ayrıca, SePK'nın 106. maddesinde düzenlenmiş olan bilgi suistimali, 107. maddesinde düzenlenmiş olan piyasa dolandırıcılığı suçlarını işlediğine dair makul şüphe bulunduğu için sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak borsalarda işlem yapması SPK tarafından hâlihazırda yasaklanmış kişilerden olmamalıdır [Tebliğ m. 6(1)(f)]. Tebliğ'in "işlem yasaklı olmaması" ifadesinin, mevcut ve devam eden bir işlem yasağına işaret ettiği anlaşılmaktadır. Dolayısıyla, SPK'nın geçmişte bu şekilde bir tedbir uygulayıp daha sonra kaldırdığı durumlarda, ilgili kişinin platformlarda yönetim kurulu üyesi veya ortak olması mümkün olabilmelidir.

Yönetim kurulu üyeleri ve ortakların, kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına mahkûm edilmemiş olması gerekmektedir [Tebliğ m. 6(1)(d)]. Ayrıca Tebliğ, yaptırım süresinden bağımsız olarak, yönetim kurulu üyeleri ve ortakların iki kategorideki suçlardan mahkûmiyetinin bulunmaması gerektiğini düzenlemiştir.<sup>289</sup>

---

<sup>289</sup> Yönetim kurulu üyeleri ve ortakların; devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, terörizmin finansmanı, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûmiyetinin bulunmaması gerekmektedir [Tebliğ m. 6(1)(d)]. Hem kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yılı aşan hapis cezasına mahkûm edilmemiş olma koşulu, hem de bu kategoride sayılan suçlardan mahkûm edilmemiş olma koşulu, ilgili suçlara ilişkin olarak infaz süresi ve TCK m. 53'te gösterildiği üzere infazı aşan belirli haklardan yoksun bırakılma süreleri geçmiş olsa dahi geçerlidir [Tebliğ m. 6(1)(d)]. Diğer bir deyişle, mahkûmiyet ve infazın üzerinden geçen süreden bağımsız olarak, bu suçlardan mahkûmiyeti bulunan kişiler, platformlarda yönetim kurulu üyesi veya ortak olamazlar.

Yönetim kurulu üyeleri ve ortakların ayrıca SePK'da düzenlenmiş olan suçlardan kesinleşmiş mahkûmiyetinin de bulunmaması gerekmektedir [Tebliğ m. 6(1)(c)]. Tebliğ'in lafzından, bu koşulun, SePK'da sermaye piyasası suçlarından ayrı olarak düzenlenmiş olan idari para cezasını gerektiren fiilleri kapsamadığı anlaşılmaktadır. Buna göre, yönetim kurulu üyeleri ve ortakların; SePK'nın 106. maddesinde düzenlenmiş olan bilgi suistimali, 107. maddesinde düzenlenmiş olan piyasa dolandırıcılığı, 109. maddesinde düzenlenmiş olan usulsüz halka arz ve izinsiz sermaye piyasası faaliyeti, 110. maddesinde düzenlenmiş olan güveni kötüye kullanma ve sahtecilik, 111. maddesinde

Yönetim kurulu üyeleri ve ortakların kendileri veya geçmişte ortağı oldukları kuruluşlar hakkında mülga Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname<sup>290</sup> ve eklerine göre tasfiye kararı verilmemiş olması da gerekmektedir [Tebliğ m. 6(1)(ç)].

Yönetim kurulu üyeleri ve ortakların ayrıca, işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip bulunması koşulu aranmaktadır [Tebliğ m. 6(1)(e)]. Sübjektif bir değerlendirme kriteri getiren bu düzenleme SPK'ya geniş bir takdir yetkisi<sup>291</sup> tanınması bakımından eleştirilebilecektir. Öte yandan, platformların özellikle dolandırıcılığın önlenmesi için tedbir almak konusunda, kendi itibarlarını korumak yönünde bir inisiyatif kullanabilecekleri, SEC'nin de düzenlemelerini yaparken dikkate aldığı bir unsurdur.<sup>292</sup> Bu kriter uyarınca değerlendirme yapılırken, kanaatimizce yönetim kurulu üyeleri ve ortakların olumlu bir tanınırlığının aranmasından ziyade, olumsuz bir tanınırlığa sahip olmamalarının aranması uygun olacaktır. Olumsuz bir tanınırlığın ise, platform yönetim kurulu üyesi veya ortağı olmaya engel teşkil edecek nitelikte olduğuna kanaat getirilmeli, ilgili kişinin platform yönetim kurulu üyesi veya ortağı olmamasındaki fayda saptanmalı ve buna göre karar verilmelidir.<sup>293</sup>

---

düzenlenmiş olan bilgi ve belge vermeme veya denetimin engellenmesi, 112. maddesinde düzenlenmiş olan yasal defterlerde, muhasebe kayıtlarında ve finansal tablo ve raporlarda usulsüzlük veya 113. maddesinde düzenlenmiş olan sır saklama yükümlülüğüne aykırılık suçlarından biri nedeniyle hakkında kesinleşmiş mahkûmiyet hükmü bulunmamalıdır.

Her ne kadar Tebliğ'in, SePK'da düzenlenmiş olan suçlardan mahkûmiyetin bulunmaması gerekliliğini düzenleyen 6. maddesinin 1. fıkrasının (c) bendi, (d) bendinden farklı olarak, TCK m. 53'teki sürelerle atıfta bulunmuyor olsa da; (c) bendinde yer alan "mahkûmiyetinin bulunmaması" ifadesinden, mahkûmiyet ve infazın üzerinden geçen sürelerden bağımsız olarak, bir kez bu suçlardan mahkûmiyeti bulunan kişilerin, platformlarda yönetim kurulu üyesi veya ortak olamayacakları anlaşılmaktadır.

<sup>290</sup> 14 Ocak 1982 tarih ve 17574 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 14 Ocak 1982 tarih ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname. Söz konusu kararname ile mevduat kabul etme, ödünç para verme ve menkul kıymetler alım ve satımı ile iştiغال eden bazı gerçek ve tüzel kişilerin; kendi başvuruları veya alacaklılarının, ilgili bakanlıkların veya SPK'nın başvurusuyla tasfiye edilmelerinin koşul ve sonuçları düzenlenmektedir.

<sup>291</sup> Sübjektif değerlendirme hallerinin, idarenin takdir yetkisinin konusunu teşkil ettiği konusunda bkz. *Seçkin/Üstün*, sf. 514-515.

<sup>292</sup> Bkz. yukarıda 2.2.3.2.4. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler.

<sup>293</sup> Takdir yetkisinin kamu yararı ve hizmet gereklerine uygun kullanılması gerektiği ve takdir yetkisinin kullanıldığı durumlarda idari işlemin gerekçesinin yazılması gerektiği görüşünde bkz. *Seçkin/Üstün*, sf.

Son olarak, yönetim kurulu üyesi ve ortakların, SPK tarafından son bir yılda resen izni iptal edilen platformlarda ortak olmamış olması aranmaktadır [Tebliğ m. 10(4)].

Tebliğ'in 8. maddesi hükmü, kitle fonlaması faaliyeti göstermek için SPK'dan alınan izin sonrasında da, ortaklık yapısı değişikliklerinde hem gerçek hem tüzel kişi ortaklar hem de tüzel kişi ortakların önemli etkiye sahip ortakları için, yukarıda sayılan koşullara uygunluk aranmaktadır.

Tebliğ m. 8(4) hükmü, söz konusu koşulları taşımayan kişilere yapılacak devirlerin platformun pay defterine kaydedilmemesi gerektiğini ve bu kurala aykırı yapılan kayıtların hükümsüz olacağını öngörmüştür.

Anonim şirket pay defterine yapılan kayıtlar, kurucu değil, açıklayıcı niteliktedir.<sup>294</sup> Dolayısıyla, ortaklardan birinin sahip olduğu platform paylarını Tebliğ'in koşullarını taşımayan bir kişiye usulüne uygun şekilde devretmesi hâlinde, platformun yönetim kurulu yeni ortağı pay defterine kaydetmemesi sonucunda yeni ortak pay sahipliği sıfatını şirkete karşı ileri süremese dahi [TTK m. 499(4)],<sup>295</sup> devir geçerli olacaktır.

Tebliğ'in m. 8(4) hükmüne uyularak, Tebliğ'in koşullarını taşımayan kişiye yapılan devir pay defterine kaydedilmese dahi, devralan kişinin platformun ortağı sıfatını kazanması, platformun Tebliğ m. 5(1)(e) hükmündeki listeye alınma şartını kaybettiği anlamına gelecek ve Tebliğ m. 10(1) hükmü uyarınca SPK, ilgili platformun faaliyet iznini iptal edebilecektir.

Böyle bir sonucun doğmaması için ve platformun Tebliğ m. 8(4) hükmüne uygun işlem yapabilmesini sağlamak için, platformun Tebliğ'deki koşulları taşımayan kişilere pay devirlerini engellenmesini sağlamak üzere, platformun esas sözleşmesinde bağlam

---

523-524, 528-531. *Yayla* ise gerekçe yazılmasının bir gereklilik olmadığı görüşünü belirtmekle birlikte, takdir yetkisi kullanılırken, hedeflenen amaca uygun karar verilmiş olması gerektiğini, kişisel değerlendirmelerden, keyfilik, kin, husumet gibi eşitsiz davranışlardan kaçınılması gerektiğini belirtmiştir, bkz. *Yayla*, sf. 192.

<sup>294</sup> *Altay*, sf. 566; *Uzel*, sf. 85.

<sup>295</sup> *Altay*, sf. 567.

düzenlemesi getirilebilir. Böylece, ilgili pay devrine platformun yönetim kurulu<sup>296</sup> onay vermedikçe, TTK m. 494(1) uyarınca payların mülkiyeti devredende kalacak,<sup>297</sup> platform da Tebliğ m. 5(1)(e)'de öngörülen listeye alınma koşulunu kaybetmemiş olacaktır.

Platformun esas sözleşmesinde bağlam hükmü şu şekilde düzenlenmelidir:

TTK m. 492 uyarınca, nama yazılı pay devirlerinin ancak şirketin onayıyla yapılabileceği öngörülmelidir. Tebliğ'in m. 5(1)(c) hükmünde öngörülen izin koşulu nedeniyle platformun tüm payları nama yazılı olacağından, esas sözleşmeye konulacak bu şekilde bir hüküm, platformun tüm paylarının devrinde uygulanacaktır.

TTK m. 493 hükmü uyarınca, payları devralmak isteyen kişinin Tebliğ'in 6. maddesinde gösterilmiş olan koşulları taşımamasının, devre onay verilmemesi için önemli sebep teşkil ettiği açıkça yazılmalıdır.<sup>298</sup>

TTK m. 493(2) hükmü, önemli sebebin, ortaklar çevresinin bozulmasını engelleyecek etkide olmasını aramaktadır.<sup>299</sup> Söz konusu ortaklar çevresinin esas sözleşmeden anlaşılması ve bu bileşimin korunmasının, şirketin işletme konusunun elde edilmesi ile yakın ilgisi olmalıdır.<sup>300</sup> Tebliğ'e göre, platformun, kitle fonlaması faaliyetlerini yapmak için SPK'dan aldığı izin çerçevesinde faaliyetine devam edebilmesi için,

---

<sup>296</sup> Onayın, şirket organlarından yönetim kurulu tarafından verileceği ancak bu yetkinin esas sözleşme ile genel kurula devredilebileceği konusunda bkz. *Tekinalp, Bağlam*, No. 2-11, 2-12.

<sup>297</sup> *Altay*, sf. 589-590; *Uzel*, sf. 212; *Akın*, sf. 112.

<sup>298</sup> Zira red nedeninin esas sözleşmede açıkça ve belirgin şekilde belirtilmesi gereklidir, bkz. *Kendigelen*, sf. 401-402; *Bozkurt, Bağlam*, sf. 69-70; *Akın*, sf. 37.

<sup>299</sup> *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, No. 9-126.

<sup>300</sup> *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, No. 9-126; *Tekinalp, Bağlam*, No. 6-07. *Uzel*, esas sözleşmede öngörülecek önemli sebebin, işletme konusu yönünden haklı görülebilmesi için, devrin gerçekleşmesi sonucunda şirketin faaliyet konusunu gerçekleştirilmesinin imkânsızlaşmasını veya çok zorlaşmasını aramaktadır, bkz. *Uzel*, sf. 251-252. *Bozkurt* ise bu durumda işletme konusunun gerçekleştirilmesinin zorlaşmasını yeterli görmektedir, bkz. *Bozkurt, Bağlam*, sf.83. Öte yandan *Akın*, "haklı sebep" olarak adlandırdığını bağlam sebebinin, "ölçülülük, gereklilik prensipleri ile aşırıya kaçma yasağı"na uygun şekilde belirlenmesi gerektiğini belirtmiş; buna göre pay devrine getirilen sınırlamanın, şirketin işletme konusunun veya bağımsızlığının korunması için gerekli olmasını ve şirketin objektif menfaati ile makul şekilde bağdaşmasını aramıştır, bkz. *Akın*, sf. 45-46.

ortaklarının Tebliğ m. 6 hükmünde gösterilen koşulları sağlaması şarttır (Tebliğ m. 10). Platformun paylarını devralan bir kişinin, bu koşulları taşınamaması, platformun işletme konusunu devam ettirememesi sonucunu yaratacaktır. Dolayısıyla, Tebliğ'in 6. maddesinde gösterilen koşulların taşınması yönünde esas sözleşmeye yazılacak bir sebebin, TTK m. 493 anlamında önemli sebep teşkil edeceği sonucuna ulaşılabilecektir.<sup>301</sup>

Platformun yönetim kurulu ayrıca, yukarıda açıklanan esas sözleşmedeki bağlam hükmünün dolanılmasını önlemek amacıyla, TTK m. 493(3) uyarınca, payları kendi adına ve hesabına aldığını açıkça beyan etmeyen kişilerin deftere kaydını reddedebilecektir. Esas sözleşmede yukarıda açıklandığı üzere bağlam hükmü bulunduğu sürece, yönetim kurulunun TTK m. 493(3) uyarınca pay defterine kayıttan imtina edebileceği yönünde bir düzenlemenin ayrıca esas sözleşmede yer alması gerekmemektedir.<sup>302</sup>

Esas sözleşmede Tebliğ'in 6. maddesinde gösterilen koşullar önemli sebep olarak gösterilmese dahi, en azından, pay devirlerinin platformun onayına bağlı olduğu yönünde bir hüküm yer almalıdır. Bu şekilde platform, TTK m. 493(1) hükmüne dayanarak,<sup>303</sup> devre konu payları gerçek değeriyle kendisi, diğer ortaklar veya üçüncü kişiler hesabına almayı önererek onay istemini reddedebilecek ve Tebliğ m. 8(4) hükmünün gereğini yerine getirecektir.

Platform paylarının miras, miras paylaşımı, mal rejimi hükümleri veya cebrî icra gereği iktisabında, iktisap eden kişinin, Tebliğ'de pay sahipleri için aranan koşulları

---

<sup>301</sup> Faaliyet gösterebilmek için mevzuatta öngörülen önkoşullara uygunluğun sağlanması için getirilen esas sözleşmesel devir sınırlamalarının geçerli bir red sebebi kabul edilmesi gerektiği yönünde bkz. *Uzel*, sf. 95. Pay devrinin, şirketin faaliyet alanı ile hukuki veya ekonomik bir bağlantısı olan kişisel özelliklerle sınırlanabileceği yönünde bkz. *Bozkurt, Bağlam*, sf. 83.

<sup>302</sup> *Uzel*, sf. 184-185.

<sup>303</sup> TTK m. 493(1) hükmünde öngörülen, devre konu payları almayı önererek, sebep göstermeksizin onay istemini reddetme imkânının kullanılması için, esas sözleşmede devrin şirket onayına tâbi tutulması gereklidir, bkz. *Tekinalp, Bağlam*, No. 6-15.

sağlamaması hâlinde, platform, TTK m. 493(4) uyarınca payların gerçek değerini ödemeyi teklif etmek koşuluyla, onay vermeyi reddedebilecektir.<sup>304</sup>

Bu koşullara uygun şekilde yapılacak pay devirleri ise, devralanın Tebliğ'in 6. maddesi hükmündeki koşullara uygun olduğunu gösterecek belgelerle, devir tarihinden itibaren beş iş günü içinde platform tarafından SPK'ya bildirilmelidir.

Tebliğ m. 5(4) hükmü uyarınca, yukarıda öngörülen koşullar, izin başvurusunda bulunan katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar için aranmaz.

### **3.2.3.1.3. Yatırım Komitesi ve Üyelerine İlişkin Koşullar**

Platformların, yönetim kurulu dışında, en az üç kişiden oluşan, proje ve girişim şirketlerinin fizibilite raporlarını değerlendirmek ve kitle fonlaması bilgi formlarını onaylamakla görevli bir de yatırım komitesi bulunmalıdır [Tebliğ m. 4(1)(aa); m. 5(1)(g); m. 9(1)(a)]. Yatırım komitesi üyeleri, ilgili platformun yönetim kurulu tarafından belirlenecektir [Tebliğ m. 4(1)(aa); m. 9(1)(a)].

Yönetim kurulunun belirleyeceği yatırım komitesi üyelerinin taşımaları gereken koşullar, Tebliğ'de düzenlenmiştir (Tebliğ m. 9). Buna göre:

Yatırım komitesi üyelerinin tamamının öncelikle, yukarıda açıklanan, ortaklara ve yönetim kurulu üyelerine ilişkin koşulları<sup>305</sup> sağlamaları gerekmektedir [Tebliğ m. 9(1)(d)].

Yatırım komitesi üye sayısının çoğunluğunun ise finans, girişimcilik, işletmecilik, hukuki danışmanlık, teknoloji, sanayi ve ticaret gibi alanlarda en az beş yıllık tecrübesinin bulunması gerekmektedir [Tebliğ m. 9(1)(b)].

Yatırım komitesi üyelerinin birinin (ve yalnızca birinin) aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması zorunlu olup bu üyenin ise Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında

---

<sup>304</sup> TTK m. 493(4) hükmüne ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. *Uzel*, sf. 154-161.

<sup>305</sup> Bkz. yukarıda 3.4.3.1.2. Ortaklara, Yönetim Kuruluna ve Yönetim Kurulu Üyelerine İlişkin Koşullar ile Pay Devirleri.

Yönetmelik'te tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına<sup>306</sup> sahip yönetim kurulu üyelerinden olması gerekmektedir [Tebliğ m. 9(1)(c)].<sup>307</sup>

Yatırım komitesi üyelerinin birinin ise Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na sahip olması gerekmektedir.<sup>308</sup>

Yukarıda sayılan koşullardan birinin kaybedilmesi hâlinde, on iş günü içerisinde ilgili koşul yeniden sağlanarak, bu durum, koşulun yeniden sağlandığı belgelenmek suretiyle SPK'ya bildirilmelidir [Tebliğ m. 9(3)].

Son olarak, yatırım komitesi üyelerinin, SPK tarafından son bir yılda resen izni iptal edilen platformlarda ortak olmamış olması aranmaktadır [Tebliğ m. 10(4)].

Yatırım komitesi üyeliklerinden birinin boşalması hâlinde bu durum iki iş günü içerisinde gerekçesiyle SPK'ya bildirilmelidir [Tebliğ m. 9(4)]. Üyelik boşalması durumu, Tebliğ'in 9. maddesinin 3. fıkrası ile birlikte değerlendirildiğinde, boşalma hâlinin iki iş günü içerisinde SPK'ya bildirilmesinin yanı sıra, boşalmayla birlikte üye sayısı üçün altına düşüyor ise, boşalma tarihinden itibaren on iş günü içerisinde yeni bir üyenin yönetim kurulu tarafından seçilmesi ve bu yeni durumun da SPK'ya bildirilmesi gerekliliği sonucuna ulaşılabacaktır.

Yatırım komitesine yönelik koşullar incelendiğinde, proje ve girişim şirketlerinin fizibilite raporlarını değerlendirecek ve kitle fonlaması bilgi formlarını onaylayacak böyle bir komitenin var olması yönündeki koşulun, yatırımcıların yatırımlarını

---

<sup>306</sup> Bireysel katılım yatırımcısı lisansına ilişkin açıklamalarımız için bkz. yukarıda 3.2.2.1. Niteliklik Yatırımcı Tanımı.

<sup>307</sup> Tebliğ m. 9(2) hükmü uyarınca, katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar açısından bir yönetim kurulu üyesinin yatırım komitesi üyesi olması zorunluluğu bulunmamaktadır; ancak bu kurumlar açısından da yatırım komitesinin bir üyesinin Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip olması zorunludur.

<sup>308</sup> Söz konusu lisans, 14 Ağustos 2014 tarih ve 29088 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar için Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ uyarınca sınavlarda başarılı olan ve diğer koşulları sağlayan kişilere, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu Şirketi tarafından verilen bir mesleki yeterlilik belgesidir.

kaybetmeleri riskinin ve dolandırıcılık riskinin düşürülmesi yönünde önemli bir önlem olduğu sonucuna varılabilir.

#### **3.2.3.1.4. Platformun Organizasyonuna İlişkin Diğer Koşullar ve Dışarıdan Hizmet Alımı**

Platformların organizasyonlarına ilişkin olarak Tebliğ uyarınca yerine getirmeleri gereken koşullar şu şekilde sıralanabilir:

Platformun bir iç kontrol ve risk yönetim sistemi, muhasebe ve operasyon birimleri bulunmalı; belge, kayıt ve muhasebe işlemlerini yürütecek sorumlu birimde yeterli sayıda personel istihdam edilmiş olmalıdır [Tebliğ m. 5(1)(ğ); m. 5(1)(ı)].<sup>309</sup>

Platformun, SPK'nın dar yetkili aracı kurumlar için öngördüğü bilgi sistemleri altyapısını oluşturmuş ve faaliyete geçirmiş olması gerekmektedir [Tebliğ m. 5(1)(h)].<sup>310</sup> Söz konusu düzenlemeler, SPK'nın Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği'nde yer almaktadır.<sup>311</sup> Bu tebliğ hükümleri çerçevesinde bilgi sistemi, “*gerekli bilgilerin elektronik ortamda güvenli ve istenildiği an erişime imkân sağlayacak şekilde kaydedilmesini ve kullanılmasını sağlayan altyapı, donanım, yazılım ve veriden oluşan sistem*” olarak tanımlanmaktadır [Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği m. 4(1)(a)]. Söz konusu tebliğde, bilgi sistemlerinin yönetimi, güvenliği ve kontrollerine ilişkin esaslar belirlenmiştir. Söz konusu tebliğin 28. maddesinin 2. fıkrasında ise, dar yetkili aracı kuruluşlar için zorunlu tutulmayan tebliğ hükümleri sayılmıştır. Bu hükümler dışında kalan tüm hükümler, platformların bilgi sistemleri için de uygulanacaktır.

Platform ayrıca, toplanacak fonları girişim şirketine aktarana kadar veya yatırımcılara iade edene kadar emanetçi sıfatıyla bloke edecek olan emanet yetkilisiyle ve MKK ile

---

<sup>309</sup> Tebliğ m. 5(4) hükmü uyarınca, bu koşullar, izin başvurusunda bulunan katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar için aranmaz.

<sup>310</sup> Tebliğ m. 5(4) hükmü uyarınca, bu koşul, izin başvurusunda bulunan katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar için aranmaz.

<sup>311</sup> 5 Ocak 2018 tarih ve 30292 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği.

sözleşmelerini akdetmiş olmalıdır. Platformun bilgi işlem sistemi ve teknolojik altyapısı da bu kuruluşlarla uyumlu olmalıdır [Tebliğ m. 5(1)(i)].

Platforma üye olan<sup>312</sup> yatırımcı veya potansiyel yatırımcıların girişim şirketi yetkilileri veya girişimci ile iletişim kurabilmeleri için gerekli elektronik iletişim altyapısı da kurulmuş olmalıdır [Tebliğ m. 5(1)(j)].

Platformun kendi personeli arasında, personeli ile hizmet verdiği kişiler arasında veya hizmet verdiği kişilerin kendi aralarında çıkabilecek çıkar çatışmalarını tanımlaması, çıkar çatışmalarını önlemek mümkünse bunun için alınacak tedbirleri, önlemek mümkün değilse izlenmesi gereken prosedürleri belirleyen bir çıkar çatışması politikası oluşturarak yönetim kurulu kararına bağlaması gerekmektedir [Tebliğ m. 5(1)(k)].<sup>313</sup>

Bu hüküm kapsamında platformun hizmet verdiği kişiler girişimci/girişim şirketi ve yatırımcı veya potansiyel yatırımcı olarak platforma üye olan kişiler olarak değerlendirilebilir. Aşağıda detaylandırılacağı üzere, kitle fonlaması sürecine aracılık yapan platformlar hem girişim şirketlerine hem de yatırımcı/potansiyel yatırımcılara hizmet verecektir.<sup>314</sup>

Hükümde belirtilen çıkar çatışmasının en belirgin örneği, platformun yatırım komitesi üyelerinin veya bu kişilerin yakın aile bireylerinin girişim şirketlerinde pay sahibi veya doğrudan girişimci olması durumudur. Böyle bir durumda, ilgili girişim şirketinin bilgi formunun onaylanması, fizibilite raporunun değerlendirilmesi gibi konularda komite üyelerinin değerlendirmesi etkileyecek ve yatırımcıların çıkarlarıyla çatışabilecek bir durum oluşacaktır. Böyle bir durumun gerçekleşmemesi açısından, Tebliğ'in m. 9(7) ve m. 9(9) hükümleriyle yatırım komitesi üyelerinin, kendilerinin,

---

<sup>312</sup> Yatırımcıların platformlara üye olması konusunda bkz. aşağıda 3.4.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler.

<sup>313</sup> Tebliğ m. 5(4) hükmü uyarınca, bu koşul, izin başvurusunda bulunan katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar için aranmaz.

<sup>314</sup> Bkz. aşağıda 3.3. Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Taraflar Arasındaki Hukuki İlişkiler.

eşlerinin, alt veya üst soylarının ilişkili oldukları başvuruları değerlendiremeyecekleri; girişim şirketlerinden menfaat elde edemeyecekleri ve değerlendirdikleri proje ve girişim şirketlerine fon sağlayamayacakları düzenlenmiştir.

Öte yandan platformun yatırım komitesi üyelerini seçen yönetim kurulu üyelerinin girişim şirketleri ile ilişkili olması da zaman zaman yatırım komitesinin değerlendirmesini etkileyecek bir unsur olabilecektir.<sup>315</sup> Dolayısıyla, bu potansiyel çıkar çatışması, çıkar çatışması politikasına dahil edilebilecektir.

Öte yandan kitle fonlaması sürecinde doğabilecek bir başka çıkar çatışması ise, benzer şekilde, platformun kendisinin veya ortaklarının, girişim şirketinde pay sahibi olması hâlinde doğabilecektir. Nitekim ABD hukukunda platformların ve ortaklarının hizmet verdikleri girişim şirketlerinde pay sahibi olmaları da kural olarak yasaktır.<sup>316</sup> Girişim şirketlerinin platformun kararlarını önemli ölçüde etkileyebilecek olması, girişim şirketi ve platformun ortak yönetim kurulu üyesinin bulunması veya girişim şirketi ile platformun aynı şirketler topluluğunda yer alması da Alman mevzuatında öngörülen çıkar çatışması durumlarıdır.<sup>317</sup>

Bu örnekler incelendiğinde, Tebliğ'in, platformun kendisinin veya ortaklarının taraf olabileceği çıkar çatışması durumlarını, çıkar çatışması politikasında yer verilecek unsurlar arasında düzenlememiş olması bir eksiklik olarak değerlendirilebilecektir.

Son olarak SPK, izin verildiği aşamada veya faaliyet devam ederken platformların mesleki sorumluluk sigortası yaptırmasını zorunlu tutabilir [Tebliğ m. 5(7)].

Tebliğ m. 7 hükmü uyarınca platformların, dışarıdan hizmet alması mümkün kılınmıştır. Bir diğer deyişle platform, kendisi tarafından istihdam edilmemiş olan

---

<sup>315</sup> Tebliğ'in yayınından önce görüşe açılan tebliğ taslağında, platformun yönetim kurulu üyelerinin ve pay sahiplerinin platformda yayınlanan projelere fon yatırımının yasaklanması yönündeki düzenlemenin Tebliğ'e alınmadığı hususunda bkz. *Yüksel*, sf. 1952.

<sup>316</sup> Bkz. yukarıda 2.2.3.2.3. Aracılık Yapılan İhraççıların Pay Sahibi Olma Yasağı.

<sup>317</sup> European Crowdfunding Network, Review of Crowdfunding Regulation 2017 Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel, s. 244.

uzman kişilerden, bir sözleşme ilişkisi çerçevesinde belirli konularda hizmet alabilecektir.

Platformun dışarıdan hizmet alamayacağı işler, Tebliğ m. 7(1) hükmünde, “*münhasıran yönetim kurulunca ve yatırım komitesince icra edilmesi gereken faaliyetler ile platformun idaresi*” olarak belirtilmiştir.

Bu ifadenin kapsamının, yönetim kurulu açısından, Tebliğ ile yönetim kuruluna verilmiş görevler ile TTK m. 375 başta olmak üzere TTK m. 353(1), TTK m. 368, m. 376(1), m. 516, m. 518 gibi TTK’nın çeşitli hükümlerinde gösterilmiş olan yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkileri<sup>318</sup> olarak değerlendirilmesi uygun olacaktır. Bu kapsamda, Tebliğ çerçevesinde, yatırım komitesinin belirlenmesi [Tebliğ m. 4(1)(aa); m. 9(1)] ve yatırım komitesine ilişkin koşulların kaybedildiği durumların SPK’ya bildirilmesi [Tebliğ m. 9(3)], çıkar çatışması politikasının karara bağlanması [Tebliğ m. 5(1)(k)] ve yatırım komitesinin değerlendirme politikasının karara bağlanması [Tebliğ m. 9(5)] dışarıdan hizmet alımı yapılamayacak konulardır.

Yatırım komitesi açısından ise, değerlendirme politikasının oluşturulması [Tebliğ m. 9(5)], bilgi formunun onaylanması [Tebliğ m. 9(6)] ve bilgi formundaki değişikliklerin onaylanması [Tebliğ m. 18(2)] dışarıdan hizmet alınamayacak işlerdir.

Tebliğ’in m. 7(2) hükmü ayrıca, iç kontrol ve risk yönetim sisteminin kurulması, muhasebe ve operasyon birimleri oluşturulması; belge, kayıt ve muhasebe işlemlerinin yürütülebilir olması ve bilgi sistemleri altyapısının oluşturulması ve faaliyete geçirilmesi için dışarıdan hizmet alımı yapılması hâlinde de, bu izin koşullarının sağlanacağını belirtmiştir.

Tebliğ’in m. 7(4) hükmünde, dışarıdan hizmet alım kapsamının platform bazında belirlenmesi, sınırlandırılması, yasaklanması veya izne tâbi kılınması konusunda

---

<sup>318</sup> TTK hükümleri çerçevesinde belirlenmiş olan yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkilerinin açıklamaları için bkz. *Helvacı*, sf. 127-131; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, No. 12-37 – 12-48.

SPK'nın yetkili olduđu belirtilmiřtir. Dolayısıyla, dıřarıdan hizmet alınan kimi konularda SPK izin ařamasında veya faaliyet sűrerken platformlara műdahale edebilecektir.

Öte yandan aynı hűkűmde, dışarıdan hizmet alımının kapsamının “*genel olarak*” da belirlenmesi, sınırlandırılması, yasaklanması veya izne tâbi kılınması konusunda SPK'nın yetkili olduğu belirtilmiştir. Tebliğ'i yayınlayan SPK'nın, aynı yetki kapsamında<sup>319</sup> Tebliğ'i değiştirebileceği dikkate alındığında, ilgili Tebliğ hűkűműnde bu ifadeye yer vermiş olması eleştirilebilecektir.

#### **3.2.3.1.5. Platformların Tâbi Oldukları Koşulların Kaybedilmesi**

Tebliğ'in 5. maddesinde dűzenlenen ve yukarıda detaylandırılmıř olan, SPK izni için gerekli kořulları kaybeden platformlar bu durumu iki iř gűnű içerisinde SPK'ya bildirmelidir. SPK'nın uygun gűreceđi sűrede, gerekli kořulların tamamı sađlanmadığı takdirde ilgili platform, SPK tarafından listeden çıkarılacak, bir diđer deyiřle platformun izni iptal edilecektir [Tebliğ m. 10(1)]. Tebliğ'in 10. maddesinin ilk fıkrasının ifadesinden, iznin iptal edilip edilmemesi hususunda SPK'nın bir takdir yetkisi bulunmadığı anlařılmaktadır. Ancak, ilgili kořulun tamamlanması için verilecek sűreye iliřkin olarak Tebliğ'in 10. maddesinin SPK'ya genel bir takdir yetkisi tanıdığı anlařılmaktadır. Sadece, yatırım komitesine iliřkin olarak Tebliğ'in 9. maddesinde űngűrűlen kořulların<sup>320</sup> kaybı hâlinde, eksikliđin giderilmesi için SPK'nın vereceđi sűre on iř gűnű olarak belirlenmiřtir [Tebliğ m. 9(3)].

Öte yandan, platformun, sermaye ve űzsermaye yeterliliđine iliřkin kořulları<sup>321</sup> kaybetmesi ve SPK tarafından takdir edilecek makul sűre sonunda ilgili kořulu tamamlayamaması durumunda, platformun izninin iptal edilip edilmeyeceđi konusunda SPK'nın bir takdir yetkisinin bulunduđu anlařılmaktadır [Tebliğ m. 10(2)].

---

<sup>319</sup> Bkz. yukarıda 3.1.1. Tűrk Hukukunda Kitle Fonlamasına İliřkin Hukuki Dűzenlemeler.

<sup>320</sup> Bkz. yukarıda 3.4.3.1.3. Yatırım Komitesi ve űyelerine İliřkin Kořullar.

<sup>321</sup> Bkz. yukarıda 3.4.3.1.1. Şirket Yapısı ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Koşullar.

Yukarıda açıklanan şekilde veya kendi talepleri üzerine SPK tarafından izni iptal edilen platformların, ilgili kararın kendilerine tebliğinden itibaren para toplama yetkileri sona erecektir. Bu platformların, kararın tebliğinden itibaren üç ay içinde, sona erme kararı almaları veya unvanları ile esas sözleşmelerinin amaç ve faaliyet konuları da dahil ilgili maddelerini, kitle fonlaması faaliyetini kapsamayacak şekilde tâdil etmeleri ve söz konusu kararın ilan edildiği TTSG'yi yayın tarihinden itibaren on iş günü içinde SPK'ya göndermeleri gerekmektedir [Tebliğ m. 10(5)].<sup>322</sup>

Bu şekilde izni iptal edilen platformlar nezdinde devam eden kampanyalar sonlanmış sayılacak ve toplanmış olan fonlar, emanet yetkilisi tarafından yatırımcılara iade edilecektir [Tebliğ m. 17(10)].

SPK tarafından izni iptal edilen platformlar, ilgili karar tarihinden itibaren bir yıl içinde platform olarak faaliyet göstermek için yeniden izin başvurusu yapamayacaklardır [Tebliğ m. 10(3)]. Ayrıca aynı süre boyunca, bu platformların ortaklarının, başka platformlarda ortak olması veya başkaca görevler alması da yasaklanmıştır [Tebliğ m. 10(4)].

### **3.2.3.2. Platformların Yükümlülükleri**

#### **3.2.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler**

Tebliğ'in 14. maddesi hükmü gereğince, yatırımcıların, kitle fonlaması işlemleri yapabilmesi için ilgili platforma üye olması zorunlu tutulmuştur.<sup>323</sup> Kanaatimizce bu kapsamda yatırımcıların fon sağlama taleplerini iletmeden önce platforma üye olması yeterli kabul edilmelidir; zira platformun yayınladığı kampanyaların yatırımcılar tarafından incelenebilmesi için üye olma şartı aranmasının bir işlevi bulunmamaktadır.

---

<sup>322</sup> Ayrıca, Tebliğ m. 17(10) hükmü uyarınca, izni iptal edilen platformlar aracılığıyla sürdürülen kampanyalar tamamlanmış sayılacak ve toplanmış olan fonlar, varsa nemasıyla birlikte, emanet yetkilisi tarafından yatırımcılara iade edilecektir.

<sup>323</sup> Benzer şekilde, ABD hukukunda da, kitle fonlaması sürecine katılacak yatırımcıların platform nezdinde bir hesap açmaları zorunlu tutulmuştur.

Üyelik işlemleri kapsamında öncelikle platform, yatırımcının kimlik doğrulamasını gerçekleştirmelidir. Bu doğrulama, Türkiye’de yerleşik kişiler<sup>324</sup> için Tebliğ’in m. 14(2)(a) hükmü atfıyla, E-Devlet Hizmetlerinin Yürütülmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik’e<sup>325</sup> göre, e-Devlet şifresi, güvenli elektronik imza<sup>326</sup> veya elektronik TC kimlik kartı ile yapılacaktır [E-Devlet Hizmetlerinin Yürütülmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik m. 4(1)(ğ)]. Bu şekilde kimliklerini tespit ve teyit ettiği üyelerin bilgilerini platform MKK’ya göndermelidir [Tebliğ m. 14(2)(a)].

Bu bildirim akabinde yatırımcılar için MKK nezdinde, Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ’in<sup>327</sup> 11. maddesine göre bir yatırımcı hesabı açılması gerekecektir.<sup>328</sup> Ancak Tebliğ’de bu hesabın ne şekilde açılacağına ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ’in m. 11(2) hükmü, yatırımcı hesabının, üye sıfatını haiz yatırım kuruluşları ve merkezi takas kuruluşlarının MKK’ya yapacakları başvuruyla açılacağını öngörmüştür. Bu durumda platformlar, Tebliğ’in m. 11(3)(ç) hükmü gereğince, “payların MKK nezdinde kayden oluşturulma sürecine kadar

---

<sup>324</sup> Tebliğ m. 4(1)(ü) atfıyla, 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar uyarınca Türkiye’de yerleşik kişiler, “(y)urtdışında işçi, serbest meslek ve müstakil iş sahibi Türk vatandaşları dahil Türkiye’de kanuni yerleşim yeri bulunan gerçek ve tüzel kişiler” olarak tanımlanmaktadır.

<sup>325</sup> 3/9/2016 tarihli ve 29820 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan E-Devlet Hizmetlerinin Yürütülmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik.

<sup>326</sup> E-Devlet Hizmetlerinin Yürütülmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik m. 4(1)(f) hükmü atfıyla 15/1/2004 tarih ve 5070 sayılı Elektronik İmza Kanunu’nun 4. maddesinde güvenli elektronik imza “a) Münhasıran imza sahibine bağlı olan, b) Sadece imza sahibinin tasarrufunda bulunan güvenli elektronik imza oluşturma aracı ile oluşturulan, c) Nitelikli elektronik sertifikaya dayanarak imza sahibinin kimliğinin tespitini sağlayan, d) İmzalanmış elektronik veride sonradan herhangi bir değişiklik yapıp yapılmadığının tespitini sağlayan, elektronik imza” olarak tanımlanmıştır.

<sup>327</sup> 7 Ağustos 2014 tarih ve 29081 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ (II-13.1).

<sup>328</sup> Zira Tebliğ m. 17(7)(c) hükmünden, yatırımcıların yatırdıkları fonlar karşılığında edinecekleri payların MKK nezdinde kayden oluşturularak hesaplarına aktarılacağı anlaşılmaktadır.

gerçekleştirilecek” bir işlem sayılabilecek yatırımcıların yatırım hesaplarının açılması işlemlerini bir yatırım kuruluşu vasıtasıyla yerine getirmelidirler.

Türkiye’de yerleşik olmayan kişiler için ise, Tebliğ’in m. 14(2)(b) hükmü uyarınca, yatırımcıların hâlihazırda MKK nezdinde yatırımcı hesabının bulunması gerektiği anlaşılmaktadır. Platformlar, söz konusu hesabın açıldığını ve sicil tanımlama işleminin<sup>329</sup> tamamlandığını teyit etmelidir. Bu şekilde kimliklerini tespit ve teyit ettiği üyelerin bilgilerini platform MKK’ya göndermelidir [Tebliğ m. 14(2)(b)].

Yine üyelik işlemleri kapsamında platformlar üyelerden “Paya Dayalı Kitle Fonlaması Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu”nun okunduğu ve anlaşıldığı yönünde bir beyan almalıdır. Bu beyan yazılı veya elektronik olarak alınabilir [Tebliğ m. 14(2)(ç)]. Bu beyan platform tarafından saklanacak, bir örneği ise yatırımcıya iletilecektir. Söz konusu formun içeriği Tebliğ’in EK/5’inde gösterilmiştir. Formda özetle; yatırılan paranın kısmen veya tamamen kaybedilebileceği, herhangi bir getiri elde edilemeyeceği, edinilecek payların daha sonradan satışının mümkün olmayabileceği veya yüksek maliyetler yaratabileceği açıklanmıştır. Kitle fonlaması yatırımlarına ilişkin bu risk bilgilendirmesinin, içerik açısından basit ve anlaşılabilir ifadelerle hazırlandığı anlaşılmaktadır. ABD hukukundaki<sup>330</sup> bilgilendirmeden daha kısıtlı olan bu bilgilendirmenin, farklı eğitim ve deneyim düzeyinde çok sayıda muhatabı olacağı düşünüldüğünde, işlevsel ve isabetli olduğu sonucuna ulaşılabilecektir.<sup>331</sup>

Öte yandan, risklerin anlaşıldığına ilişkin beyan almanın yanı sıra platform, her bir üyenin riskleri anlayabilecek bilgi ve deneyime sahip olduğunu, yatırımının tümünü

---

<sup>329</sup> Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ m. 11(3) hükmü uyarınca, yatırımcı ile ilgili tüm bilgilerin MKK nezdinde tamamlanmasını takiben bir sicil numarası oluşturulacaktır.

<sup>330</sup> Bkz. yukarıda 2.2.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler.

<sup>331</sup> Söz konusu formun okunmasına yönelik düzenlemenin, bilgi formunu yeterince inceleyip idrak etmemiş yatırımcıların, yatırımın risklerini anlaması konusunda işlevsel olabileceği yönünde, bkz. Yanlı, *BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 42.

kaybedebileceğini ve edineceği payları daha sonradan satmasının fiilen kısıtlı olabileceğini anladığını tespit etmelidir [Tebliğ m. 14(d)].<sup>332,333</sup> Bu tespit, ABD hukukunda düzenlendiği şekilde, yatırımcılara bir test uygulanması suretiyle yapılabilir.<sup>334</sup> Söz konusu tespitin yapılamaması hâlinde platform, ilgili kişinin üyelik başvurusunu reddetmelidir [Tebliğ m. 14(d)].

Paya Dayalı Kitle Fonlaması Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu'nun imzalanmasından sonra ise,<sup>335</sup> platform ile yatırımcı arasında elektronik ortamda bir de üyelik sözleşmesi akdedilmesi gerekmektedir [Tebliğ m. 14(2)(c); m. 4(1)(z)]. Bu sözleşmenin asgari içeriği Tebliğ'in EK/4'ünde gösterilmiştir (Tebliğ EK/4).<sup>336</sup>

Yukarıdaki koşulları yerine getiren ve platform ile bir üyelik sözleşmesi akdeden yatırımcı, "üye" olarak adlandırılacaktır [Tebliğ m. 4(1)(y)].

Yine üyelik işlemleri sırasında yatırımcılar yıllık net gelir beyanında bulunmuşlar ise bu beyanı platformlar MKK'ya derhâl iletmeli ve saklamalıdır [Tebliğ m. 14(2)(f)]. Zira, bu beyana istinaden yatırım sınırlarına<sup>337</sup> riayet edilmesinin kontrolü MKK tarafından yapılacaktır [Tebliğ m. 15(2)].

---

<sup>332</sup> Yatırımcılardan beyan almak şeklindeki düzenleme, yatırımcıların içeriği incelemeyen imzalayabileceği gerekçesiyle ABD doktrininde eleştirilmiştir, bkz. yukarıda 2.2.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler ve Dipnot 155. Bu eleştiriler de dikkate alındığında, platformun, söz konusu bildirim yatırımcılar tarafından anlaşıldığını teyit etmek için ek bir işlem basamağı yaratması yönündeki düzenleme, yatırımcıların korunması açısından gerekli ve uygun bir düzenleme olarak değerlendirilebilir.

<sup>333</sup> Söz konusu tespit nitelikli yatırımcılar için yapılmasının gerekip gerekmediği konusunda açıklık bulunmadığı yönündeki eleştiriler için bkz. Yanlı, *BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 42-43.

<sup>334</sup> Bkz. yukarıda 2.2.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler.

<sup>335</sup> Sözleşmenin, Paya Dayalı Kitle Fonlaması Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu'ndan sonra imzalanması gerektiği hususu, Paya Dayalı Kitle Fonlaması Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu'nun sonundaki beyanda gösterilmiştir (Tebliğ EK/5). Platform ile yatırımcılar arasında yapılacak sözleşmenin içeriği, aşağıda 3.2.2. Platform -Yatırımcı İlişkisi başlığında değerlendirilmiştir.

<sup>337</sup> Bkz. yukarıda 3.2.2.2. Yıllık Kitle Fonlaması Yatırım Üst Sınırı.

Son olarak, nitelikli yatırımcı statüsünde bir üyelik açılması için platform, ilgili yatırımcının MKK nezdinde nitelikli yatırımcı olduğunu tespit etmelidir [Tebliğ m. 14(2)(e)].

Tebliğ’de platformlara, aracılık yaptıkları süreçler için girişim şirketlerinden ne şekilde karşılık aldıkları konusunda yatırımcılara bir bilgilendirme yapma zorunluluğu yüklenmemiştir. ABD hukukunda var olan bu düzenlemenin,<sup>338</sup> yatırımcılar açısından olası çıkar çatışmalarını değerlendirmek, platformlar açısından ise bir çıkar çatışması yaratmamaya teşvik etmek şeklinde işlevleri olabileceği düşünüldüğünde, bu yönde bir zorunluluğun Türk hukukunda da getirilmesi uygun olabilir. Tebliğ’de açıkça böyle bir zorunluluk bulunmamakla birlikte, girişim şirketlerinden aldıkları karşılıkları yatırımcılara Tebliğ m. 11(3)(d) çerçevesinde açıklayan platformlar ise, yatırımcılar açısından, öncelikli olarak tercih edilebilir.

Kampanya sayfası üzerinden yatırımcıların kendi aralarında iletişim kurmalarını sağlayacak bir altyapının oluşturulması konusunda Tebliğ’in platformlara bir zorunluluk yüklediği görülmekle birlikte, Tebliğ m.12(6) hükmü dikkate alındığında, özellikle platforma üye olmuş yatırımcıların, platform üzerinden iletişim kurmalarını engellemediği de anlaşılmaktadır. ABD hukukunda aracılara yönelik bir zorunluluk olarak düzenlenen yatırımcılar arası iletişim altyapısının sağlanması yükümlülüğünün; yatırımcıların, birbirlerinden alacakları bilgi ve yorumlarla, yatırım kararlarını daha iyi değerlendirmelerini sağlaması öngörülmüştür.<sup>339</sup> Benzer bir yükümlülüğün Türk hukukunda da öngörülmesi uygun olabilecektir. Böyle bir yükümlülük öngörülme dahi, uygulamada bu iletişim imkânını sağlayan platformların yatırımcılar tarafından öncelikli olarak tercih edilebileceği öngörülebilmektedir.

---

<sup>338</sup> Bkz. yukarıda 2.2.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler.

<sup>339</sup> Bkz. yukarıda 2.2.3.2.2. Fonlama Sürecinin İşleyişine İlişkin Yükümlülükler.

### 3.2.3.2.2. Kampanya Sürecine İlişkin Yükümlülükler

Kitle fonlaması faaliyetinin gerçekleştirilebilmesi için izlenecek olan süreç, Tebliğ'de “kampanya süreci” olarak ifade edilmiştir.<sup>340</sup>

Tebliğ m. 17(1) hükmü uyarınca kampanya süreci, bir girişim şirketinin, bir kitle fonlaması platformuna, fon toplama amacıyla başvurusuyla başlayacaktır.

#### 3.2.3.2.2.1. Bilgi Formunun Onaylanması, Girişim Şirketinin Bilgilendirilmesi ve Kampanya Sayfasının Oluşturulması

Girişim şirketinin, başvurusuyla birlikte sunacağı bilgi formu ve fizibilite raporu,<sup>341</sup> kural olarak, platformun yatırım komitesi tarafından incelenecektir. Bu inceleme, yatırım komitesi tarafından oluşturulan ve yönetim kurulu kararına bağlanıp platformun internet sitesi üzerinden kamuya duyurulmuş olması gereken, objektif ölçüt ve yöntemleri gösteren değerlendirme politikasına uygun olarak yapılmalıdır [Tebliğ m. 9(5)]. Değerlendirme sürecinde, girişim şirketinden yeterli bilgi ve belge temin edilmeli ve bunların içinden yatırım komitesinin kararına dayanak olan belgeler saklanmalıdır [Tebliğ m. 11(8)]. Değerlendirme politikasındaki her bir ölçüt açısından yapılan değerlendirmeler bir rapor hâline getirilmelidir [Tebliğ m. 9(5); m. 11(6)]. Değerlendirmeler yapılırken adil ve şeffaf olunmalı, taraflar arasında çıkar çatışmasına sebebiyet verilmemelidir [Tebliğ m. 11(4)].

Yatırım komitesinin inceleme ve değerlendirmeleri sonucunda, komitenin üye tamsayısının çoğunluğunun oyu ile bilgi formu onaylanabilecektir. Tebliğ, bilgi formu onayı için platformların daha ağır bir nisap belirlemesini mümkün kılmıştır [Tebliğ m. 9(6)]. Yatırım komitesinin, bilgi formunun onaylanması yönünde karar verebilmesi için, bilgi formundaki bilgilerin tutarlı ve anlaşılır olduğunu ve aynı zamanda formun,

---

<sup>340</sup> Tebliğ m. 4(1)(g) hükmünde kampanya, “(b)ir girişim şirketinin veya projenin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla gerçekleştirilen fon toplama talebinin platformlar üzerinden kamuya duyurulması” olarak tanımlanmaktadır.

<sup>341</sup> Bkz. yukarıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

SPK tarafından belirlenecek standartlara uygun olduğunu tespit etmesi zorunludur [Tebliğ m. 16(5)].

Bilgi formunun onayı konusunda platformun yatırım komitesine yüklenmiş olan görev, SPK'nın kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde izahname onaylama göreviyle karşılaştırılabilir. Kamuyu aydınlatma ilkesi öncesinde Mülga SePK, SPK'nın ihraç edilecek menkul kıymetlerin güvenilirliğini ve ekonomik risklerini değerlendirmesini ve bu değerlendirme sonucunda menkul kıymetlerin ihracına izin vermesini öngörmekteydi.<sup>342</sup> 3794 sayılı Kanun'la<sup>343</sup> Mülga SePK'da yapılan değişiklikle izin sisteminden vazgeçilmiş, ekonomik risklerin değerlendirilmesi yatırımcıların takdirine bırakılarak,<sup>344</sup> SPK'nın sadece izahnamede yer alan bilgilerin tam ve anlaşılır şekilde aktarıldığını kontrol etmesi amaçlanmıştır. SePK m. 6(1) hükmü de bu anlayışı yansıtmaktadır. Hatta SPK'nın, izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunu araştırma görevi de bulunmamaktadır.<sup>345</sup> Gerçekten de, kârını maksimize etmek isteyen yatırımcıların, yatırımlarının ekonomik risklerini de değerlendirmesi gerekecektir. Hukuki müdahalelerle ekonomik riskten arî bir yatırım ortamının yaratılması mümkün değildir.

Yatırım komitesinin bilgi formuna vereceği onay da SPK'nın kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde verdiği onaya benzer niteliktedir. Yatırım komitesi, bilgi formunda ve fizibilite raporunda sunulan bilgilerin doğruluğunu araştırmayacaktır. Yatırım komitesinin onayı, projenin/girişim şirketinin gerçekleştirmeyi planladığı üretimin gerçekleştirilebileceği konusunda kesin bir öngörüü içermeyecektir. Genel olarak sermaye piyasasında, ekonomik riskten arî bir yatırım ortamının yaratılması mümkün değilken, teknoloji veya üretim faaliyeti gösterecek girişim şirketlerinin, hem faaliyet

---

<sup>342</sup> *İslamoğlu*, sf. 28.

<sup>343</sup> 13 Mayıs 1992 tarih ve 21227 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun.

<sup>344</sup> *İslamoğlu*, sf. 30.

<sup>345</sup> *Gözüyeşil*, sf. 187.

konusu itibarıyla hem de faaliyet süreçlerinin başında şirketler olmaları nedeniyle, başarılı olmaları yönünde bir öngörüle bulunulması daha da zor olacaktır. Dolayısıyla, yatırım komitesinin onay vermiş olması, bilgi formundaki bilgilerin doğru olduğu, yapılacak yatırımın ekonomik riskten arı olduğu veya planlanan üretimin muhakkak gerçekleştirilebileceği anlamına gelmeyecektir.

Öte yandan fizibilite raporunun Tebliğ'in EK/2'sinde gösterilen içeriği dikkate alındığında,<sup>346</sup> yatırım komitesinin vereceği kararın, bilgi formu ve fizibilite raporundaki bilgiler ışığında, projenin/girişim şirketinin gerçekleştirmeyi planladığı üretimin en azından gerçekleştirilebilme ihtimalinin bulunduğu yönünde bir öngörüü içermesi gerektiği anlaşılmaktadır. Diğer bir deyişle, Tebliğ'de öngörülen fizibilite raporu incelendiğinde, gerçekleştirilme ihtimalinin hiç bulunmadığı anlaşılan ve/veya bilgi formunda sunulan bilgilerle çelişecek şekilde, bir üretim veya teknoloji faaliyetini gerçekleştirmeye yönelik olmadığı anlaşılan bir şirketin bilgi formunun da onaylanması söz konusu olmamalıdır. Tebliğ m. 11(3)(d) hükmü uyarınca, platformların olası suistimalleri önleyici tedbir almak yönündeki yükümlülüğü de göz önünde bulundurulduğunda, özellikle, dolandırıcılık amacının anlaşıldığı hallerde, bilgi formu onaylanmamalıdır.<sup>347</sup>

Yatırım komitesi üyelerinin; kendilerinin, eşlerinin veya üst veya alt soylarının doğrudan veya dolaylı olarak ilişkili oldukları proje ve girişim şirketlerinin bilgi formlarının onaylanmasına ilişkin değerlendirmede oy kullanmaları yasaktır [Tebliğ m. 9(7)]. Bu yasak, yayını yapılacak kampanyaların objektif ve çıkar çatışmasından arı bir şekilde değerlendirilmesi ve bu suretle yatırımcıların korunması için uygun bir önlemdir. Böyle bir durumda, her ne kadar Tebliğ m. 9(7) hükmü sadece oy kullanmayı yasaklamış olsa da, Tebliğ'in m. 11(4) hükmünde platformlara yüklenen kampanyaların değerlendirmesinde çıkar çatışmasına sebebiyet vermeme görevi ile

---

<sup>346</sup> Bkz. yukarıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

<sup>347</sup> Ayrıca bkz. aşağıda 3.2.3.2.4. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler.

Tebliğ'in m. 11(3)(d) hükmünde platformlara yüklenen, yatırımcıların hak ve menfaatlerini koruma ve suistimalleri önleme görevi de dikkate alındığında, ilgili yatırım komitesi üyesinin, TTK m. 393'te öngörülen çıkar çatışması durumunda yönetim kurulu üyelerinin müzakereye katılma yasağının gereklerine paralel şekilde,<sup>348</sup> bu konuya ilişkin müzakerelere katılmayarak toplantıdan ayrılması doğru olacaktır. Bu sayede, çıkar çatışmasına sebebiyet verebilecek yatırım komitesi üyesinin, diğer üyelerin objektif değerlendirmelerini etkilemesi riskinin de önüne geçilebilecektir.

Böyle bir durumda, yatırım komitesinin toplantı ve karar nisabının ne şekilde belirleneceği konusunda, öncelikle TTK m. 393'te öngörülen müzakereye katılma yasağı ile bir karşılaştırma yapılabilir. *Çamoğlu*, TTK m. 393'ün uygulamasında yasaklı üyenin toplantı ve karar nisabında dikkate alınmayacağını belirtmiştir.<sup>349</sup> Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 15 Ekim 1984 tarihli bir kararında,<sup>350</sup> TTK m. 393'ün Mülga TTK'da karşılığı olan m. 332 hükmünü yorumlarken, yasaklı üye dışındaki üyelerin toplantıya katılması hâlinde, toplantı nisabı sağlanıyor ise, katılanların çoğunluğu ile karar alınabileceğini belirtmiştir. Nitekim bu yorum, Mülga TTK m. 330/TTK m. 390'da kararların, toplantıda hazır bulunan üyelerin çoğunluğu ile alınacağı hükmüyle de uyumludur.

---

<sup>348</sup> TTK m. 393'ün 9 Temmuz 1956 tarih ve 9353 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan 6762 sayılı Mülga Türk Ticaret Kanunu'ndaki (Mülga TTK) karşılığı olan m. 332 hükmünün yorumunda, ilgili yönetim kurulu üyesinin, müzakerelere katılması hâlinde diğer üyelerin görüşünü etkileyebileceğinin dikkate alınması gerektiği ve dolayısıyla hükmün amacının, ilgili üyenin görüşmeye dahi katılmaması olduğu yönünde bkz. *Teoman*, sf. 10. TTK m. 393'ün görüşmelere katılma yasağını içerdiği yönünde bkz. *Çamoğlu (Poroy/Tekinalp)*, No. 578.

<sup>349</sup> *Çamoğlu (Poroy/Tekinalp)*, No. 578. Böyle bir durumda, toplantı ve karar nisabı içermeyen kararın batıl sayılması gerektiği yönünde, bkz. Yargıtay 11. Hukuk Dairesi, 21 Nisan 1998 tarih ve 10481 Esas No ve 2634 Karar No'lu kararı (naklen, *Eriş*, sf. 2066). Aksi yönde, yasağın ihlalinin, toplantı ve karar nisaplarından bağımsız olarak, kararın butlanı sonucu doğurmayıp sadece tazminat sorumluluğu doğuracağı yönünde bkz. *Teoman*, sf. 11-13.

<sup>350</sup> Yargıtay 11. Hukuk Dairesi, 15 Ekim 1984 tarih ve 1984/4638 Esas No - 1984/4740 Karar No'lu kararı.

Öte yandan, bilgi formunun onaylanması için Tebliğ m. 9(6) hükmünün aradığı nisap, TTK m. 390'ın aradığı nisaptan daha ağırdır. Tebliğ m. 9(6) hükmü, TTK m. 390 hükmünden farklı olarak, katılanların değil, üye tamsayısının çoğunluğudur. Dolayısıyla kanaatimizce, Tebliğ m. 9(7) hükmü nedeniyle oy kullanmayan üye veya üyelerin dışındaki üyelerin çoğunluğunun değil, üye tamsayısının çoğunluğunun olumlu oyunun aranmaya devam edilmesi Tebliğ m. 9(6) hükmünün gereğiyle uyumlu olacaktır. Nitekim bu yorum, Tebliğ m. 11(3)(d) hükmü uyarınca yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için uygun olacaktır. Eğer Tebliğ m. 9(7) hükmü nedeniyle oy kullanamayan üyeler dışındaki üyelerin, üye tamsayısının çoğunluğunu teşkil etmesi mümkün değilse, ilgili girişim şirketinin, bir başka platforma başvurması, yatırımcıların korunması açısından daha uygun olacaktır.

Yine olası çıkar çatışmalarının önlenmesi adına, yatırım komitesi üyelerinin girişim şirketlerinden ekonomik menfaat elde etmesi ve onayladıkları kampanyalara fon sağlamaları yasaklanmıştır [Tebliğ m. 9(9)].

Bilgi formunun yatırım komitesi tarafından onaylanması, platform nezdinde bir kampanya yürütülebilmesinin önkoşuludur [Tebliğ m. 16(4)]. Onaylanan bilgi formunu platform ilgili proje veya girişim şirketi için açacağı kampanya sayfasında yayınlamalıdır [Tebliğ m. 16(4)]. İlgili proje veya girişim şirketinin kampanyasının platformda yayınlanması (yani bilgi formunun onaylanması) kararına<sup>351</sup> yatırım komitesi üyelerinden birinin muhalefet şerhi koyması hâlinde, bu şerhe ilişkin bir

---

<sup>351</sup> Tebliğ m. 9(8) hükmünde, bilgi formunun onaylanması yerine “*bir girişim şirketinin veya projenin kampanyasının platformda yayınlanma kararına karşı şerh koyması hâlinde*” ifadesi kullanılmıştır. Yatırım komitesinin işlevinin, değerlendirme politikası uyarınca, bilgi formu ve fizibilite raporunun incelenerek bilgi formunun onaylanması olduğu anlaşılmaktadır. Tebliğ m. 11(6) hükmünde de kampanya başvurularının yayınlanması için aranan yatırım komitesi onayının, bilgi formunun değerlendirilmesine ilişkin Tebliğ m. 9(5)'te öngörülen değerlendirme politikasına göre yapılacak inceleme sonucu verilmesi gerektiği belirtilmiştir.

Dolayısıyla, bilgi formunun onayı ile ilgili proje veya girişim şirketi için platformda bir kampanya sayfası yayınlanmasının ortak bir değerlendirmeye dayanan tek bir karar teşkil edeceği anlaşılmaktadır.

açıklamanın da platform tarafından ilgili kampanya sayfasında yayınlanması zorunludur [Tebliğ m. 9(8)].

Yatırım komitesinin üye tamsayısının çoğunluğunun (veya platformun belirlediği daha ağır nisapta gösterilen sayıda üyenin) onaylamadığı başvurular ise, reddedilmiş olacaktır [Tebliğ m. 9(6)]. Tebliğ m. 11(5) hükmüne göre platformların tercihine göre, girişim şirketlerinin kampanya başvurularının, yatırım komitesine sunulmadan önce platform tarafından reddedilebilmesi öngörülmüştür. Bu hükümlerle, yönetim kurulu veya yönetim kurulunun görevlendirdiği personel tarafından, bir ön eleme yapılmasının mümkün kılındığı anlaşılmaktadır. Platformlar, reddedilen başvuruların red gerekçesi konusunda başvuru sahiplerine bilgi vermek zorundadır [Tebliğ m. 11(5)].

Kampanya süresi içinde girişim şirketi, bilgi formunda değişiklik ya da bilgi formuna ekleme yaparak platforma bildirdiği takdirde yatırım komitesi yenilenmiş formu iki iş günü içerisinde değerlendirmelidir. Yatırım komitesi, yenilenmiş bilgi formuna onay verdiği takdirde form derhâl kampanya sayfasında yayınlanmalı ve söz konusu değişiklik hâlihazırda ödeme emrini vermiş olan yatırımcılara bildirilmelidir [Tebliğ m. 18(2)]. Yatırım komitesi, yenilenmiş bilgi formuna onay vermediği takdirde ise, kampanya süreci iptal edilmelidir [Tebliğ m. 18(4)].

Yatırım komitesi tarafından bilgi formunun onaylanması akabinde, proje veya girişim şirketine ilişkin platformun internet sitesi üzerinde bir kampanya sayfası oluşturulmadan önce, platform ile girişim şirketi arasında asgari unsurları Tebliğ'in EK/3'ünde gösterilmiş olan bir kitle fonlaması sözleşmesi akdedilmelidir [Tebliğ m. 11(2)].<sup>352</sup> Platform ayrıca, girişim şirketlerini, Tebliğ kapsamındaki yükümlülüklerine ilişkin olarak bilgilendirmekle yükümlüdür [Tebliğ m. 11(7)]. Bu bilgilendirmenin yapıldığı konusundaki ispat yükünün platform üzerinde olacağı Tebliğ'de açıkça

---

<sup>352</sup> Platform ile girişim şirketi arasında yapılacak sözleşmenin içeriği, 3.3.1. Platform-Girişimci/Girişim Şirketi İlişkisi başlığında değerlendirilmiştir.

düzenlenmiş olduğundan [Tebliğ m. 11(7)], sözleşmenin imzalanması aşamasında girişim şirketine yazılı bir bilgilendirme yapılması ve bu bilgilendirmenin alındığına ilişkin olarak girişim şirketinden yazılı bir beyan alınıp saklanması uygun olacaktır.<sup>353</sup>

Sözleşmenin akdini takiben, platform tarafından ilgili proje/girişim şirketi için bir kampanya sayfası oluşturulacak [Tebliğ m. 11(3)(a)] ve yatırım komitesinin onayladığı bilgi formu kampanya sayfasında yayınlanacaktır [Tebliğ m. 11(3)(b)]. Yatırım komitesinin onayladığı bilgi formunun, ilgili kampanya sayfasında yayınlanma tarihi itibarıyla, en fazla altmış gün sürebilecek olan kampanya süresi başlamış olacaktır [Tebliğ m. 17(2)]. Platform, kampanya sürecinde ve kampanyanın gerçekleştiği takvim yılını izleyen beş yıl boyunca girişim şirketine ilişkin açıklamaların bu kampanya sayfasında yapılabilmesini sağlayacak bir altyapıyı kurmakla yükümlüdür [Tebliğ m. 11(3)(a)].<sup>354</sup>

Tebliğ m. 11(3)(b) hükmü uyarınca, kampanya sayfasında, yatırım komitesi tarafından onaylanmış bilgi formunun yanı sıra, yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek her türlü bilginin<sup>355</sup> kampanya süresince ve kampanyanın gerçekleştiği takvim yılını izleyen beş yıl boyunca yatırımcıların erişimine açık tutulması, platformun sorumluluğundadır.<sup>356</sup>

Platform ayrıca, kampanya süresi boyunca, hedeflenen ve toplanan fon tutarını, fonlamaya katılan yatırımcı sayısını ve kalan kampanya süresini, kampanya sayfasında anlık olarak yayınlamalıdır [Tebliğ m. 11(9)]. Söz konusu sayfada,

---

<sup>353</sup> TBK m. 15(1) hükmünün ikinci cümlesi, HMK m. 205(2) hükmü ile 23 Ocak 2004 tarih ve 25355 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 5070 sayılı Elektronik İmza Kanunu m. 5(1) uyarınca, Elektronik İmza Kanunu m. 4’te gösterilen güvenli elektronik imza ile imzalanarak alınacak bir beyan da ispat gücü açısından elle atılmış bir imzayı içeren beyanla aynı hukuki sonucu doğuracaktır.

<sup>354</sup> Bu yükümlülük, ABD hukukunda, ihraççının bilgilendirme yükümlülükleri kapsamında yaptığı açıklamaların aracı tarafından yatırımcılara ulaştırılması yükümlülüğü ile paraleldir, bkz. 2.2.3.2.2. Fonlama Sürecinin İşleyişine İlişkin Yükümlülükler.

<sup>355</sup> Bkz. yukarıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri ve Dipnot 252.

<sup>356</sup> Kampanya sayfasında ilgili içeriklerin yatırımcıların erişimine açık tutulması platformun sorumluluğundaysa da, bu içeriklerin kampanya sayfasında yayınlanmak üzere doğru şekilde platforma aktarılması, Tebliğ’in 22. maddesi uyarınca, girişim şirketinin sorumluluğundadır.

toplanacak fonların emanet yetkilisi tarafından nemalandırılması (veya nemalandırılmaması) ile fonlardan yapılacak ücret, komisyon vb. kesintiler de yayınlanmalıdır [Tebliğ m. 11(3)(f)].

Platform, kampanya sayfasının yayınlanması konusunda, adil ve şeffaf olmalı ve taraflar arasında çatışmaya sebebiyet vermemelidir [Tebliğ m. 11(4)]. Örneğin, farklı kampanyalara ait sayfalara platformun internet sayfası üzerindeki erişim kolaylığı, kampanya sayfalarının dizaynı gibi konularda ayırım gözetilmemelidir.

### **3.2.3.2.2. Fonların Toplanması ve Saklanması İlişkin Yükümlülükler**

Yatırım komitesinin onayladığı bilgi formunun kampanya sayfasında yayınıyla birlikte kampanya süresinin başlamasıyla platform, yatırımcılardan, fon sağlama talepleri alabilecektir [Tebliğ m. 17(2)]. Platform, yatırımcının fon sağlama talebini almadan önce, fon sağlanmak istenen proje veya girişim şirketine ilişkin yatırım komitesi tarafından onaylanmış bilgi formunu okumuş olduğunu tespit etmelidir [Tebliğ m. 16(6)].

Yatırımcı, fon sağlama talebini platforma iletirken, aynı zamanda, kimlik bilgileri ile uyumlu bir ödeme aracıyla fon sağlamaya ilişkin ödeme emrini de vermelidir [Tebliğ m. 17(2)]. Söz konusu ödeme aracının neler olabileceği konusunda Tebliğ’de özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu konuda bir belirlemede bulunmak için, ödeme hizmetleri mevzuatının ilgili hükümleri değerlendirilebilir. Ödeme ve Menkul Kıymet Mutabakat Sistemleri, Ödeme Hizmetleri ve Elektronik Para Kuruluşları Hakkında Kanun’un<sup>357</sup> 3(1)(ö) hükmünde ödeme aracı, “(ö)deme hizmeti sağlayıcısı ile kullanıcısı arasında belirlenen ve ödeme hizmeti kullanıcısı tarafından ödeme emrini vermek için kullanılan kart, cep telefonu, şifre ve benzeri kişiye özel ara(ç)” olarak tanımlanmıştır. Ödeme hizmeti ise, “ödeme kartı veya benzer bir araçla yapılan ödeme işlemi(ni)”, “(ö)deme hesabına para yatırılması ve ödeme hesabından para

---

<sup>357</sup> 27 Haziran 2013 tarih ve 28690 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan 6493 sayılı Ödeme ve Menkul Kıymet Mutabakat Sistemleri, Ödeme Hizmetleri ve Elektronik Para Kuruluşları Hakkında Kanun.

*çekilmesine imkân veren hizmetler de dâhil olmak üzere ödeme hesabının işletilmesi için gerekli tüm işlemleri”, “gönderen tarafından ödeme işleminin yapılmasına ilişkin onayın bir bilişim veya elektronik haberleşme cihazı aracılığıyla verildiği ve ödemenin ödeme hizmeti kullanıcısı ile mal veya hizmet sağlayan arasında sadece aracı olarak faaliyet gösteren bir bilişim veya elektronik haberleşme işletmecisine<sup>358</sup> yapıldığı ödeme işlemini”* kapsamaktadır [Ödeme ve Menkul Kıymet Mutabakat Sistemleri, Ödeme Hizmetleri ve Elektronik Para Kuruluşları Hakkında Kanun m. 3(1)(s); m. 12]. Dolayısıyla kanaatimizce, yatırımcı, kendisine ait bir banka kartı<sup>359</sup> veya kredi kartı<sup>360</sup> kullanarak, kendisine ait banka hesabından elektronik bankacılık/mobil bankacılık şifresi ile para transferi (EFT) emri vererek,<sup>361</sup> bankalar veya diğer ödeme hizmet sağlayıcıları<sup>362</sup> nezdinde kendisi adına açılmış olan bir ödeme hesabını kullanarak fon sağlamak üzere ödeme emri verebilir.

Yukarıda açıklanan şekilde yatırımcılardan fon sağlama talebini alan platform, her bir fon sağlama talebini anlık olarak MKK ve emanet yetkilisine bildirmelidir [Tebliğ m. 17(3)].

Platformlar, kampanya sürecine ilişkin gelişmeleri yatırımcılara ilgili kampanya sayfasında ilan edeceklerdir. Bunun yanı sıra platformların, ABD hukukunda

---

<sup>358</sup> 10 Kasım 2008 tarih ve mükerrer 27050 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 5809 sayılı Elektronik Haberleşme Kanunu m. 3(1)(h) ve m. 3(1)(z) hükümlerine göre “(y)etkilendirme çerçevesinde, elektronik haberleşme (‘elektiriksel işaretlere dönüştürülebilen her türlü işaret, sembol, ses, görüntü ve verinin kablo, telsiz, optik, elektrik, manyetik, elektromanyetik, elektrokimyasal, elektromekanik ve diğer iletim sistemleri vasıtasıyla iletilmesini, gönderilmesini ve alınması’) hizmeti sunan” kişidir.

<sup>359</sup> 1 Mart 2006 tarih ve 26095 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 5464 sayılı Banka Kartları ve Kredi Kartları Kanunu m. 3(d) hükmünde banka kartı “(m)evduat hesabı veya özel cari hesapların kullanımı dahil bankacılık hizmetlerinden yararlanmayı sağlayan kart” olarak tanımlanmaktadır.

<sup>360</sup> 1 Mart 2006 tarih ve 26095 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 5464 sayılı Banka Kartları ve Kredi Kartları Kanunu m. 3(d) hükmünde kredi kartı “(n)akit kullanımı gerekmeksizin mal ve hizmet alımı veya nakit çekme olanağı sağlayan basılı kartı veya fizikî varlığı bulunmayan kart numarası” olarak tanımlanmaktadır.

<sup>361</sup>

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Odeme+Sistemleri/Temel+Hususlar/Odeme+Hizmeti+ve+Odeme+Sistemi>

<sup>362</sup> Ödeme ve Menkul Kıymet Mutabakat Sistemleri, Ödeme Hizmetleri ve Elektronik Para Kuruluşları Hakkında Kanun m. 13(1) hükmünde ödeme hizmet sağlayıcıları gösterilmiştir.

öngörüldüğü şekilde,<sup>363</sup> yatırımcıların yatırım talebini ilettiği kampanya süreçlerine ilişkin olarak, yatırımcılara ticari elektronik ileti<sup>364</sup> ile bilgilendirme yapması da ilave bir imkân olarak mümkündür. Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında Kanun m. 6(1) hükmünün son cümlesi ile Ticari İletişim ve Ticari Elektronik İletiler Hakkında Yönetmelik<sup>365</sup> m. 6(2) ve m. 6(4) hükümleri kapsamında, bu bilgilendirmelerin elektronik olarak yapılması için yatırımcıların önceden onayının aranması gerekli görülmemelidir.

Yatırımcıların, fon sağlama talepleri ile eş zamanlı olarak ödeme emri verdikleri andan itibaren 48 saat içinde, hiçbir sebep göstermeksizin kullanabilecekleri cayma hakkı bulunmaktadır. Söz konusu süre, kampanya süresince bilgi formunda yapılan bir değişikliğin yatırım komitesince onaylanıp değişiklikten önce ödeme emrini vermiş olan yatırımcıya bildirilmesiyle tekrar başlayacaktır [Tebliğ m. 18(3)].<sup>366</sup> Yatırımcılar bu cayma hakkını, platforma yapacakları bir bildirimle kullanacaklardır [Tebliğ m. 17(4)].

Tebliğ m. 17(4) hükmünden, platformun, bu bildirimini, yatırılan fonların iadesini yapacak olan emanet yetkilisine aynı gün bildirmesi gerektiği anlaşılmaktadır. Zira fonların yatırımcılara iadesinin sağlanmasından platform sorumludur [Tebliğ m. 11(3)(c)]. Cayma hakkının kullanımını izleyen iş günü içerisinde iade için gerekli işlemler emanet yetkilisi tarafından yerine getirilmelidir [Tebliğ m. 17(4)].

---

<sup>363</sup> Bkz. yukarıda 2.2.3.2.1. Yatırımcılara İlişkin Yükümlülükler

<sup>364</sup> 5 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanmış 6563 sayılı Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında Kanun m. 2(1)(c) hükmünde ticari elektronik ileti, “(t)elefon, çağrı merkezleri, faks, otomatik arama makineleri, akıllı ses kaydedici sistemler, elektronik posta, kısa mesaj hizmeti gibi vasıtalar kullanılarak elektronik ortamda gerçekleştirilen ve ticari amaçlarla gönderilen veri, ses ve görüntü içerikli ileti” olarak tanımlanmıştır.

<sup>365</sup> 15 Temmuz 2015 tarih ve 29417 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Ticari İletişim ve Ticari Elektronik İletiler Hakkında Yönetmelik.

<sup>366</sup> ABD hukukunda, benzer bir değişiklik hâlinde, yatırımcının yatırım taahhüdünü teyit etmesi aranmaktadır (bkz. yukarıda 2.2.3.2.2. Fonlama Sürecinin İşleyişine İlişkin Yükümlülükler). Değişikliğin, yatırımcı tarafından incelenmesini sağlamak konusunda, ABD hukukunda mevcut olan düzenlemenin, daha uygun bir düzenleme olduğu değerlendirilebilir.

Tebliğ’de öngörölmüş olan 48 saatlik süre, ABD hukukunda öngörölmüş olan, kampanya süresinin sonundan 48 saat öncesine kadar cayma hakkı tanıyan düzenlemeden<sup>367</sup> çok daha kısadır. Söz konusu süre ayrıca Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği<sup>368</sup> m. 8’de ve Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği<sup>369</sup> m. 9’da öngörölmüş olan on dört günlük cayma süresinden de çok daha kısadır. Kitle fonlaması yatırımlarına özgü riskler, yatırımcıların bilgi formunda açıklanan bilgileri özümsemeleri için ihtiyaç duyabilecekleri süre ve kampanya süresince bilgi formunda açıklanmamış ve fakat haricen araştırmayla öğrenilebilecek bilgilere göre yatırımcıların karar değiştirme ihtimali dikkate alındığında, Türk hukukunda da daha uzun bir cayma hakkı süresinin öngörülmesi, kanaatimizce daha uygun olabilirdi.

### **3.2.3.2.2.3. Kampanyanın Tamamlanmasına İlişkin Yükümlölükler**

Tebliğ m. 11(9) hükmü platformun, kampanya süresinin sona ermesini takip eden iş günü, fonlama sonuçlarını platformun internet sitesi üzerinden ilan etmesi gerektiğini öngörmüştür. Ancak, kampanya süresinin sona ermesini takip eden iş günü, fonlama süresinin son günü ödeme emri veren yatırımcılar için, cayma hakkı süresi geçmemiş olabilecektir. Böyle bir durumda, kampanya süresi sona erdikten sonra yatırımcıların cayma haklarını kullanmaları hâlinde, fonlama sonucu değişebilecektir. Dolayısıyla bu ilanın zamansal olarak, tüm yatırımcılar için cayma hakkı süresinin sonu itibarıyla yapılmasının düzenlenmesi daha isabetli olabilirdi. Mevcut düzenleme kapsamında ise platformların hem Tebliğ m. 11(9) hükmüne uygun şekilde kampanya süresinin sona ermesini takip eden iş günü hem de Tebliğ m. 11(3)(d) hükmü dikkate alınarak, tüm yatırımcıların cayma hakkı süresinin sonu itibarıyla, fonlama sonuçlarını ilan etmesi uygun olacaktır.

---

<sup>367</sup> Bkz. yukarıda 2.2.3.2.2. Fonlama Sürecinin İşleyişine İlişkin Yükümlölükler.

<sup>368</sup> 31 Ocak 2015 tarih ve 29253 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Finansal Hizmetlere İlişkin Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği.

<sup>369</sup> 27 Kasım 2014 tarih ve 29188 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Mesafeli Sözleşmeler Yönetmeliği.

Kampanya süresinin bitiş tarihinde veya bunun sonrasında cayma hakkı süresinin tüm yatırımcılar için sona erdiği tarihte; hedeflenen fon tutarına ulaşılamamış ise platform, hedeflenen fon tutarına ulaşamadığı kampanya süresinin bitiş tarihinde tespit edilmiş ise bu tarihi, cayma hakkı süresinin tüm yatırımcılar için sona erdiği tarihte tespit edilmiş ise bu tarihi takip eden iş günü, yatırılan fon tutarlarının varsa neması ile iadesi için emanet yetkilisine bildirimde bulunmalıdır. Emanet yetkilisinin iade işlemlerini tamamlaması ile kampanya süreci sona erecektir [Tebliğ m. 17(8)].<sup>370</sup>

Hedeflenen fon tutarına (ve bilgi formunda belirtilmişse toplanabilecek ek fon tutarına) kampanya süresinin bitiş tarihinden önce ulaşılmış ise, tüm yatırımcıların cayma hakkı süresinin dolması itibarıyla kampanya süresi erken sonlandırılabilir [Tebliğ m. 17(5)]. Bu şekilde kampanya süresinin erken sonlandırılması hâlinde veya tüm yatırımcıların cayma hakkı süresinin bitimi itibarıyla hedeflenen fon tutarına ulaşılmış ise platform, aşağıdaki işlemleri yapmalıdır:

Hedeflenen fon tutarından (ve bilgi formunda belirtilmişse toplanabilecek ek fon tutarından) daha yüksek tutarda fon toplanmış ise, aşan kısmın ve varsa fon tutarının nemasının yatırımcılara iadesi için emanet yetkilisine bildirim yapılmalıdır [Tebliğ m. 17(6); m. 17(7); m. 17(8)]. İadenin “yatırımcılar arasında eşitsizliğe sebep olmayacak şekilde” yapılması öngörülmüştür [Tebliğ m. 17(6)]. Buna göre, aşan kısmın, yatırımcılar arasında, yatırımcıların yatırım tutarlarına orantılı şekilde (*pro rata*) paylaşılması uygun olacaktır. Her ne kadar iadeler emanet yetkilisi tarafından yapılacak ise de, bu aşamada bloke tutarın hâlâ platform adına açılmış bir hesapta tutulduğu ve Tebliğ’in m. 11(3)(c) hükmünde iadelerin sağlanmasının sorumluluğunun platforma yüklenmiş olduğu dikkate alındığında, hangi yatırımcıya ne kadar iade yapılacağıın emanet yetkilisine platform tarafından bildirilmesi gerektiği sonucu çıkmaktadır.

---

<sup>370</sup> Hedeflenen fon tutarına ulaşılmayan durumlarda toplanmış olan fonun, girişim şirketine aktarılmamasının işlevi konusunda bkz. yukarıda 3.2.1.1.1. Yıllık Fon Toplama Üst Sınırı ve Fon Toplamaya İlişkin Diğer Esaslar

Hedeflenen fon tutarına ulaşılmış olması hâlinde, emanet yetkilisi tarafından iadeler tamamlandıktan sonra ise, girişim şirketi tarafından yürütülen kampanyalarda, toplanmış olan fonlar, platform tarafından, emanet yetkilisi nezdinde girişim şirketi adına açılacak bir bloke hesaba aktarılacaktır [Tebliğ m. 11(3)(c); m. 17(7)(a)]. Girişimci tarafından yürütülen kampanyalarda ise, kampanya süresinin sona ermesinden itibaren doksan gün içinde girişim şirketinin kurulmuş olması kaydıyla, toplanan fonlar, kurulan girişim şirketi adına emanet yetkilisi nezdinde açılacak bir bloke hesaba aktarılacaktır [Tebliğ m. 11(3)(c); m. 17(7)(b)].

Girişim şirketi adına yürütülen kampanyalarda kampanya süresinin bitiminden itibaren, girişimci adına yürütülen kampanyalarda ise girişim şirketinin kuruluşunun tescilinden itibaren otuz gün içinde, girişim şirketinde, toplanan fon tutarı kadar sermaye artırımı yapılması koşuluyla; platform, yatırımcıların her birinin sağladığı fon tutarı ile karşılığında çıkarılan payların nominal değerini MKK'ya iletir [Tebliğ m. 11(3)(ç); m. 17(7)(c); m. 17(11)]. Payların kayden oluşturulmasına ilişkin sorumluluk ise, girişim şirketindedir [Tebliğ m. 17(7)(c)].<sup>371</sup>

Sermaye artırımı ve kayden oluşturulan payların MKK nezdinde yatırımcı hesaplarına aktarımı koşuluyla ve bu işlemleri takiben, emanet yetkilisi nezdinde bloke edilen fon, girişim şirketine aktarılacaktır [Tebliğ m. 17(7)(ç); m. 19(3)]. Söz konusu koşulların süresi içinde gerçekleştirilmediği durumda ise, yatırılan fonlar, emanet yetkilisi tarafından yatırımcılara iade edilecektir [Tebliğ m. 17(9)]. Tebliğ m. 11(3)(c) hükmü, Tebliğ'de öngörülen tüm iadelerin sağlanması konusunda platformları sorumlu tutmuştur. Öte yandan, bu aşamaya gelindiğinde yatırılmış olan fonlar, emanet yetkilisi nezdindeki platform adına bloke hesaptan, girişim şirketi adına bloke hesaba aktarılmış olduğundan, iadelerin sağlanması konusunda platformun emanet yetkilisine talimat verme olanağı kalmayacaktır. Dolayısıyla, bu iki hüküm uygulamada birbiriyle çelişecektir. Platformun bu aşamadaki sorumluluğunun, ilgili koşulların

---

<sup>371</sup> 3.2.1.1.2. Yatırılan Fonların Girişim Şirketine Aktarımı ve Girişim Şirketi Paylarına İlişkin Esaslar.

gerçekleşmediğini emanet yetkilisine bildirmekle sınırlandırılması; emanet yetkilisinin girişim şirketi ile arasındaki ilişkide, blokajın kaldırılmasının koşulu Tebliğ m. 17(7)(ç) hükmündeki koşulların gerçekleşmesi olarak düzenlenmesi ve son aşamada, her bir yatırımcının yatırmış olduğu tutarların hâlihazırda platform tarafından emanet yetkilisine bildirilmiş olduğu da düşünüldüğünde, iade işlemlerinin gerçekleşmesini sağlamak konusunda emanet yetkilisinin sorumlu olması şeklinde bir sorumluluk paylaşımı ile bu iki hükmün birlikte uygulanması uygun olabilecektir.

### **3.2.3.2.3. Uyumluluk ve Kayıtların Saklanması İlişkin Zorunluluklar**

Platformlar (ve kurucuları), faaliyetleri boyunca, faaliyetlerine ilişkin olarak SPK'nın talep edeceği her türlü bilgi ve belgeyi SPK'ya sunmakla yükümlüdür (Tebliğ m. 24).<sup>372</sup>

SPK'nın talep edeceği bilgi ve belgelerin sunulmasının yanı sıra, platformların SPK'ya periyodik olarak yapması gereken bildirimler de bulunmaktadır. Buna göre platformlar, altı aylık takvim dönemlerinin (1 Ocak-30 Haziran ile 1 Temmuz-31 Aralık) bitiminden itibaren otuz gün içinde, fonlaması gerçekleşen, gerçekleşmeyen ve iptal edilen kampanya sayılarını ve fonlaması gerçekleşen kampanya süreçlerinde toplanan toplam fon tutarını SPK'ya bildirmeli ve platformun internet sitesinde ilan etmelidir [Tebliğ m. 11(11)]. Ayrıca, geniş yetkili aracı kurumlar dışındaki platformlar, TTK'nın 514 ve 515. maddelerine uygun olarak hazırlanmış finansal tabloları ile TTK'nın 516. maddesine uygun olarak hazırlanmış faaliyet raporunu (ve gerekiyorsa TTK'nın 199. maddesine uygun olarak hazırlanmış bağlı şirket raporunu) veya VUK'a göre hazırlanmış finansal tablolarını ve faaliyet raporlarını SPK'ya gönderip, platformun internet sitesinde ilan etmelidir [Tebliğ m. 11(12)]. Tebliğ, bu

---

<sup>372</sup> ABD hukukunda da platformların benzer şekilde, SEC denetimine izin verme zorunlulukları bulunmaktadır, bkz. yukarıda 2.2.3.1.2. Fonlama Portalları. Her iki hukuk düzeninde de, yatırımcıların korunması ve kitle fonlaması sürecinin sağlıklı işlemesi için önemli yükümlülükleri bulunan aracı kurumların, düzenleyici kurumlar tarafından denetlenmesi, uygun bir tedbir olarak değerlendirilebilir. SPK denetiminin amacının küçük yatırımcıların korunması olduğu yönünde ayrıca bkz. *Memiş/Turan*, sf. 173.

işlemin, ilgili takvim yılını izleyen dördüncü ayda yapılması gerektiğini öngörmüştür [Tebliğ m. 11(12)].

Tebliğ m. 8(3) hükmü uyarınca, platformun ortaklık yapısının aleni olması zorunludur.

Platformların kendi faaliyetlerine ilişkin olarak reklam ve tanıtım yapmaları mümkündür; ancak bu tanıtım ve reklamlara sadece tamamlanmış kampanyalar konu edilebilir, hedeflenen fon tutarına ulaşmamış veya iptal edilmiş kampanyalar tanıtım ve reklamlarda kullanılamaz [Tebliğ m. 11(10)].

Platformlar, yatırım komitesi tarafından bilgi formunun onaylanması sürecinde, girişim şirketinden, yeterli seviyede bilgi ve belge edinecek ve bunları saklayacaklardır [Tebliğ m. 11(8)].<sup>373</sup> Platformlar, girişim şirketi ile sözleşme akdetme aşamasında da [Tebliğ m. 11(2)], girişim şirketinden bilgiler edineceklerdir.

Yatırımcılardan ise, üyelik kaydı açma sürecinde, üye sözleşmesinin imzalanması, “Paya Dayalı Kitle Fonlaması Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu”nun imzalanması, yatırımcıların net gelirlerinin MKK’ya bildirilmesi aşamalarında çeşitli bilgiler alınacak ve bu bilgiler saklanacaktır [Tebliğ m. 14(1)(c)-(ç); m. 14(1)(f)].

Bu itibarla platform, gerçek kişilere ilişkin olarak yukarıda sayılan işlemler kapsamında edindiği bilgiler açısından, KVKK çerçevesinde “veri sorumlusu” sıfatını haiz olacaktır [KVKK m. 3(1)(ı)].<sup>374</sup> Her ne kadar Tebliğ, sadece “üyelik işlemleri” başlığı altında platform nezdindeki bilgilerin üçüncü kişilerle paylaşımında KVKK ve ilgili diğer mevzuata uygunluk öngörmüş olsa da [Tebliğ m. 14(3)], Tebliğ m. 11(3)(e) hükmünde öngörülen girişim şirketi ve yatırımcılara ilişkin bilgilerin gizliliğini muhafaza yükümlülüğü de dikkate alındığında,<sup>375</sup> platformlar, söz konusu verilerin

---

<sup>373</sup> Söz konusu saklama yükümlülüğünün ABD hukukunda, SEC’nin gözetim işlevini yerine getirmesi açısından önemli olduğu değerlendirilmiştir, bkz. yukarıda 2.2.3.1.2. Fonlama Portalları. Aynı durum, Türk hukukunda, SPK’nın gözetim işlevi açısından da geçerlidir.

<sup>374</sup> Veri sorumlusu kavramına ilişkin detaylı açıklama ve örnekler için, bkz. *Dülger*, sf. 118-123.

<sup>375</sup> Benzer bir yükümlülük, ABD hukukunda da bulunmaktadır, bkz. yukarıda 2.2.3.1.2. Fonlama Portalları.

edinilmesi, saklanması ve sair surette işlenmesi ile MKK, SPK ve diğer üçüncü kişilere aktarılması, veri sorumlusu siciline kayıt vb. KVKK’da düzenlenmiş olan konularda KVKK ve ikincil mevzuattan kaynaklanan diğer yükümlülüklerle uymalıdır.

#### **3.2.3.2.4. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler**

Tebliğ m. 11(3)(d) hükmünde platformlara, genel olarak “*yatırımcıların hak ve menfaatlerini koruyucu ve olası hak kayıpları ve suistimalleri önleyici tedbirleri alma*” sorumluluğu yüklenmiştir. Ancak bu önlemlerin neler olabileceği konusunda Tebliğ’de özel bir düzenleme bulunmadığı anlaşılmaktadır.

Tebliğ’in diğer düzenlemeleri ve konuya ilişkin bir örnek teşkil etmesi açısından ABD hukukundaki düzenlemeler<sup>376</sup> birlikte değerlendirildiğinde, kanaatimizce öncelikle, platformların, bilgi formunun onaylanması aşamasında, girişim şirketi tarafından bilgi formunda verilen beyanların yanlış olabileceği konusunda bir şüphesinin bulunmaması beklenmelidir. Tebliğ m. 16(5) hükmü platformlara, bilgi formunda verilen bilgilerin doğruluğunu teyit yükümlülüğü yüklemese de, Tebliğ m. 11(3)(d) çerçevesinde platformlar, bu bilgilerin yanlış olabileceğine dair şüpheleri de göz ardı etmemelidirler. Şüphenin varlığında, girişim şirketinden Tebliğ m. 11(8) çerçevesinde talep edilecek bilgi ve belgeler, şüphenin giderilmesi için yeterli olmazsa, Tebliğ m. 11(3)(d) hükmü çerçevesinde bilgi formu onaylanmamalıdır. Aynı yönde, girişim şirketlerinin Tebliğ m. 20, m. 21 ve m. 22 hükümlerinde düzenlenen koşullara ve yükümlülüklerle uymayacakları yönünde şüphelerin bulunması hâlinde de Tebliğ m. 11(8) çerçevesinde elde edilecek bilgi ve belgelerle şüpheler giderilemediği takdirde, bilgi formu onaylanmamalıdır.

Bilgi formu onaylandıktan sonra, kampanya süresi içinde; yukarıda açıklanan konularda şüphelerin doğması ve makul bir araştırma ile şüphelerin giderilmemesi hâlinde, yatırımcıların yatırımlarının suistimalini önlemek adına, Tebliğ m. 11(3)(d)

---

<sup>376</sup> Bkz. yukarıda 2.2.3.2.4. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler.

hükmü çerçevesinde kampanya iptal edilerek, o tarihe kadar yatırılmış olan fonların yatırımcılara iadesi sağlanmalıdır.

ABD’de SEC personelinin hazırladığı raporda öngörüldüğü şekilde,<sup>377</sup> Türkiye’de de platformların, yatırımcılar nezdinde güvenilirlik ve saygınlıklarının korunması yönündeki menfaatlerini izleyerek Tebliğ m. 11(3)(d) kapsamında önlemler almaları beklenebilir.

### **3.2.3.2.5. Platformların Gerçekleştiremeyeceği Faaliyetler**

Tebliğ m. 11(1) hükmünde, platformların yalnızca kitle fonlaması faaliyeti ile iştiğal edebilecekleri öngörülmüştür.<sup>378</sup> Kitle fonlaması, SePK’da ve Tebliğ’de, SPK tarafından belirlenen esaslar dahilinde halktan para toplanması olarak tanımlanmış olup mevcut durumda, SPK tarafından yalnızca paya<sup>379</sup> dayalı kitle fonlaması düzenlenmiş; Tebliğ m. 2(2) hükmünde de, “*ödül veya bağış karşılığında fon toplanmasının*” (ki bu faaliyetler, literatürde, birer kitle fonlaması türü olarak tanımlanmaktadır)<sup>380</sup>, Tebliğ kapsamında olmadığı belirtilmiştir. Bu durumda, paya dayalı kitle fonlaması ile iştiğal etmek üzere SPK’dan izin alan platformların SePK ve Tebliğ’in kitle fonlaması tanımı kapsamına girmeyen ödül veya bağış karşılığında fon toplanması faaliyeti yapamayacakları sonucuna ulaşılabilir.

Öte yandan, platformların gerçekleştiremeyecekleri diğer faaliyetler, Tebliğ m. 12’de sayılmıştır. Buna göre:

---

<sup>377</sup> Yukarıda bkz. 2.2.3.2.4. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler ve Dipnot 179.

<sup>378</sup> Aynı hükmünde, girişim şirketlerine danışmanlık yapılmasının, bu madde hükmüne aykırılık teşkil etmeyeceği belirtilmiş olmakla birlikte, girişim şirketine danışmanlık yapılan durumlarda platformlar, Tebliğ m. 11(3)(d) ve m. 11(4) çerçevesinde, yatırımcıların menfaatlerine zarar verebilecek çıkar çatışmalarını önleyecek önlemleri almalıdırlar.

<sup>379</sup> Pay, Tebliğ m. 4(1)(p) hükmünde “[g]irişim şirketinin sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymet” olarak tanımlanmıştır.

<sup>380</sup> Bkz. yukarıda 1.2. Kitle Fonlaması Türleri.

Öncelikle platformlar, pay dışındaki sermaye piyasası araçları için kitle fonlaması faaliyetine aracılık yapamazlar.

Paya dayalı olsa dahi gayrimenkul alım satımı, gayrimenkule dayalı hakların alım satımı, gayrimenkul projelerinin geliştirilmesine yönelik kitle fonlaması faaliyetlerine aracılık yapamazlar.

Yurt dışında yerleşik kişilere ilişkin proje ve girişim şirketi kampanyalarına aracılık yapamazlar.

Her ne kadar platformların girişim şirketine danışmanlık vermesi konusunda herhangi bir kısıtlama bulunmasa da [Tebliğ m. 11(1)], platformların yatırımcılara yatırım tavsiyesi vermesi veya girişim şirketlerine ilişkin sair yorum ve değerlendirmelerde bulunmaları yasaktır. Platformların girişim şirketlerine danışmanlık verirken yatırımcılara yatırım tavsiyesinde bulunamamaları kanaatimizce uygun bir düzenlemedir. Platformların girişim şirketlerine danışmanlık verecek olması, girişim şirketlerinin kitle fonlaması mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerini daha iyi kavramalarını ve faaliyetlerini başarıya ulaştırmak konusunda daha etkin uygulamalar yapmalarını sağlayabilecektir. Bu sonuçların sağlanması ise girişim şirketi kadar yatırımcıların da menfaatine uygundur. Öte yandan, platformların girişim şirketlerine ilişkin olarak yatırımcılara yatırım tavsiyesi vermesi çıkar çatışması durumlarına neden olabilir. Platformlar, kendi başarı istatistiklerini yükseltmek veya girişim şirketlerinden kampanyanın tamamlanması hâlinde ücret edinmek gibi menfaatlerini sağlamak adına yatırımcıları yatırım yapmaya yönlendirebilirler. Ayrıca, platformların yatırımcılara yatırım tavsiyesi vermeleri hâlinde, girişim şirketleri arasında bir ayırım yaparak kendi menfaatleri doğrultusunda bir yönlendirmede bulunmaları da söz konusu olabilir. Dolayısıyla, platformların hem kendileri ile yatırımcılar hem de kendileri ile girişim şirketleri arasında çıkar çatışması yaratmaları ihtimallerini bertaraf etmek için, platformların yatırımcılara yatırım tavsiyesi vermemesi uygun bir önlemdir.

Kampanya süreci devam eden proje ve girişim şirketlerinin ürün ve hizmetlerine ilişkin reklamlar yayınlamayabilirler.<sup>381</sup>

Yukarıda açıklandığı üzere, kitle fonlaması faaliyeti kapsamında toplanan fonlarla girişim şirketi nezdinde sermaye artırımını yapılmalı ve yatırımcılara yatırımları karşılığında, sermaye artırımını sonucu çıkarılan paylar verilmelidir [Tebliğ m. 17(7)(b)-(ç)]. Platformlar, girişim şirketlerinin hâlihazırda var olan paylarının satımına aracılık yapamazlar. Aynı yönde, platformlar, kitle fonlaması faaliyeti kapsamında yatırımcılar tarafından alınmış payların, ikincil piyasa işlemleri kapsamında satılmasına da aracılık yapamazlar.<sup>382</sup>

Son olarak platformlar, herhangi bir ivaz karşılığında veya rehin şeklinde teminat almak suretiyle ödünç para veya kredi verilmesi işlemlerine aracılık yapamazlar.<sup>383</sup>

#### **3.2.3.2.6. Platformların Hukuka ve Yükümlülüklerine Aykırı Faaliyetlerine İlişkin Tedbir ve Yaptırımlar**

Platformların ve dışarıdan hizmet alımı yaptıkları kişilerin [Tebliğ m. 7(3)] hukuka ve platformun yükümlülüklerine aykırı faaliyetleri aşağıda açıklanacağı üzere idari tedbir ve yaptırımlar ile cezai yaptırımlara konu olabilecektir.

Tebliğ m. 25(1) hükmü uyarınca, platformların hukuka aykırı faaliyetlerine ilişkin olarak SPK tarafından alınacak önlemler için SePK'nın 96. maddesi kıyasen

---

<sup>381</sup> Tebliğ m. 12(5) hükmünde, kampanya süreci devam eden proje ve girişim şirketlerini tanıtmaya yönelik tanıtıcı bilgiler ile platformun internet sitesine veya bu sitedeki kampanya sayfasına yönlendirme yapan tanıtımlar, bu reklam yasağının dışında tutulmuştur. Ancak Tebliğ m. 12(4) hükmü dikkate alınarak, söz konusu tanıtımların, bilgi formunda yer alan bilgileri aşmamasına, yatırımcıları yatırım yapmaya teşvik edecek şekilde yorum ve değerlendirmelere yer vermemesine dikkat edilmelidir. Devam eden bir kampanya sürecine henüz yatırım talebini iletmemiş olan üyelere yönelik olarak yapılacak tanıtımlar kapsamında ticari elektronik ileti gönderilebilmesi için, platformun ilgili üyeden onay almış olması gerekecektir [Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında Kanun m. 6(1); Ticari İletişim ve Ticari Elektronik İletiler Hakkında Yönetmelik m. 5].

<sup>382</sup> Yatırımcılara, platformun internet sitesi üzerinden iletişim kurma imkânı verilmesi ise, bu yasak kapsamında değildir. Ayrıca bu hüküm, aynı zamanda geniş yetkili aracı kurum olan platformlar için uygulanmaz.

<sup>383</sup> Bu konuya ilişkin olarak, aynı zamanda katılım bankası olan platformlar, katılım bankalarına ilişkin düzenlemelere tâbidirler.

uygulanacaktır. Hükümde geçen “kıyasen” ifadesi, SePK m. 96’nın aslen sermaye piyasası kurumlarına ilişkin tedbirleri düzenlemesi ve fakat platformların, sermaye piyasası kurumu olarak tanımlanmamış olmasından kaynaklanmaktadır.<sup>384</sup> Zira sermaye piyasası kurumları, SePK’nın 35. maddesinde sayılmışken, kitle fonlaması platformları, sermaye piyasası kurumu olarak belirtilmeksizin, takip eden 35/A maddesinde düzenlenmiştir.

SePK m. 96(1) hükmünde gösterilen yetkilere dayanarak SPK, platformların SePK ve Tebliğ hükümlerine aykırı faaliyetlerde bulunduğunu veya Tebliğ’de öngörülen yükümlülüklerini uygun şekilde yerine getirmediğini tespit ettiği takdirde, platformlardan, söz konusu aykırılıkların SPK’nın tayin edeceği bir sürede giderilmesini talep edebilir, geçici olarak veya tamamen, faaliyet izinlerini iptal edebilir. SPK’nın, platformların faaliyet izinlerini iptal etme yetkisi, Tebliğ m. 10(3) hükmünde de gösterilmiştir.<sup>385</sup>

SPK ayrıca, SePK m. 96(2) ve Tebliğ m. 23(1) uyarınca, platformların SePK ve Tebliğ hükümlerine aykırı faaliyetlerde bulunduğunu veya Tebliğ’de öngörülen yükümlülüklerini uygun şekilde yerine getirmediğini tespit ettiği takdirde platformların yönetim kurulu üyelerinin hakkında suç duyurusunda bulunabilir,<sup>386</sup> konuya ilişkin yargılama devam ederken imza yetkilerini sınırlandırabilir, sorumlulukları yargı kararıyla tespit edilen yönetim kurulu üyelerini görevden alarak yerlerine yeni yönetim kurulu üyeleri atayabilir.<sup>387</sup> Bilgi formlarının onaylanmasına

---

<sup>384</sup> *Memiş/Turan*, platformların halka açık şirket olmamasından ötürü, kıyasen uygulamanın isabetli olduğu görüşündedir, bkz. *Memiş/Turan*, sf. 174.

<sup>385</sup> Platformların faaliyet izinlerinin iptal edilmesinin veya Tebliğ’in ifadesiyle listeden çıkarılmalarının Tebliğ uyarınca sonuçları yukarıda 3.4.3.1.5. Platformların Tâbi Oldukları Koşulların Kaybedilmesi başlığında açıklanmıştır.

ABD hukukunda da, mevzuatta kendileri için gösterilen yükümlülükleri yerine getirmeyen araçların, kitle fonlaması işlemlerine aracılık yapma yetkileri FINRA tarafından sona erdirilebilmektedir, bkz. yukarıda 2.2.3.2.5. Mevzuata Aykırı Yapılan İhraçlara İlişkin Yaptırım.

<sup>386</sup> Platformların hukuka aykırı işlemlerinin hangi suçları teşkil edebileceği aşağıda açıklanmaktadır.

<sup>387</sup> SePK m. 96(2) gereğince, aynı zamanda katılım bankası olan platformların yönetim kurulu üyelerinin görevden alınması işleminden önce BDDK’nın görüşü alınacaktır.

ilişkin hukuka aykırılıklar söz konusu olduğunda ise, aynı önlemleri, yatırım komitesi üyeleri için kıyasen uygulayabilir.

SePK m. 99(4) ve Tebliğ m. 25(2) hükümleri uyarınca, SPK izni olmaksızın halktan para toplandığı tespit edilen internet sitelerine erişim ise, SPK'nın başvurusu ile BTK tarafından engellenecektir. Ayrıca, bu internet sitelerinin faaliyetleri ve bu siteleri işleten kişiler açısından SePK m. 99(1) hükmü uyarınca faaliyetlerin durdurulması için her türlü tedbir ile SePK m. 99(2) hükmünün atfıyla SePK m. 96(2) hükmünde öngörülen tedbirler de uygulanabilecektir.

Öte yandan, şunu belirtmek gerekir ki, Tebliğ m. 23 hükmü, girişim şirketleri için öngörülen yükümlülükler aykırılık hâlindeki sorumluluk ile platformlar için öngörülen yükümlülükler aykırılık hâlindeki sorumluluğu açıkça birbirinden ayırmıştır. Dolayısıyla, ABD hukukundan farklı olarak,<sup>388</sup> girişim şirketlerinin yükümlülüklerine aykırı fiilleri nedeniyle platformlar doğrudan sorumlu tutulmayacaklardır.

Platformların tâbi olabileceği cezai yaptırımlar ise şu şekilde özetlenebilir: Kitle fonlaması platformu olarak faaliyet göstermek için SPK'dan izin almamış veya almış olduğu izni iptal edilmiş kuruluşların, kitle fonlaması süreçlerine aracılık etmeleri hâlinde, bu eylemleri, SePK m. 109(2) gereğince, izinsiz sermaye piyasası faaliyeti teşkil edecek ve ilgili kuruluş üzerinden suç teşkil eden bu faaliyetlerin gerçekleştirilmesinden sorumlu olan kişiler, iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılacaklardır.<sup>389</sup>

Ayrıca belirtmelidir ki, SePK düzenlemeleri saklı kalmak kaydıyla, bir şirketin sermayesini artırmak amacıyla halka çağrıda bulunularak para toplanması TTK m. 552 hükmü uyarınca yasaktır ve bu yasağın ihlali, TTK m. 562(11) hükmü gereği suç teşkil

---

<sup>388</sup> 2.2.3.2.5. Mevzuata Aykırı Yapılan İhraçlara İlişkin Yaptırım.

<sup>389</sup> İlgili hükmün, izne tabi sermaye piyasası faaliyetlerinin izinsiz ve kontrolsüz yapılması durumunda yatırımcıların suistimal edilmesi riski karşısında getirildiği konusunda bkz. *Çetin/Töremiş/Cantimur*, sf. 245.

etmektedir. Dolayısıyla, kitle fonlaması faaliyeti SePK ve Tebliğ düzenlemelerine aykırı şekilde yapıldığı takdirde, TTK m. 552 hükmü de ihlal edilmiş olacak ve bu durum suç teşkil edecektir.

Platformların ayrıca, Tebliğ m. 24 uyarınca SPK'nın talep edebileceği veya Tebliğ m. 11(11)-(12) hükümleri uyarınca platformların periyodik olarak sunmaları gereken bilgi ve belgeleri vermemesi hâlinde bu durum SePK m. 111'de düzenlenen bilgi ve belge vermeme, denetimin engellenmesi suçlarını teşkil edebilecektir.<sup>390</sup>

### **3.2.3.3.Yurt Dışında Yerleşik Platformların Faaliyetlerine İlişkin Düzenlemeler**

Tebliğ'in 13. maddesi gereğince yurt dışında yerleşik platformlar, Türkiye'de iş yeri açarak, Türkçe internet sitesi oluşturarak veya sair şekillerde doğrudan veya dolaylı olarak Türkiye'de yerleşik kişilere hitaben tanıtım ve pazarlama faaliyeti yaparak<sup>391</sup> Türkiye'de yerleşik kişilere yönelik faaliyetlerde buldukları takdirde, Tebliğ hükümlerine tâbi olacaklardır.

Ancak, Türkiye'de yerleşik kişilere yönelik bir faaliyet yapılmaksızın, Türkiye'de yerleşik kişilerin, kendi iradeleriyle, yurt dışında yerleşik platformların yürüttükleri kitle fonlaması süreçlerine ilişkin olarak yapacakları işlemler, Tebliğ kapsamı dışındadır.

### **3.2.4. Emanet Yetkilisi**

Emanet yetkilileri, kitle fonlaması faaliyeti çerçevesinde platformlar aracılığı ile toplanan fonları, girişim şirketlerine aktarılan dek veya yatırımcılara iade edilene dek bloke etmekle ve gerekli koşullar sağlandığında girişim şirketlerine veya yatırımcılara aktarım yapmakla yükümlü kuruluşlardır [Tebliğ m. 4(1)(c); m. 17(3)].

---

<sup>390</sup> SePK m. 111 düzenlemesinin amacı, SPK'nın denetim faaliyetini sağlıklı şekilde yürütebilmesini sağlamaktır, bkz. *Çetin/Töremiş/Cantimur*, sf. 251.

<sup>391</sup> SPK, bir faaliyetin Türkiye'de yerleşik kişilere yönelik olup olmadığının tespitinde ilave kriterler belirleyebilecektir [Tebliğ m. 13(2)].

İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ile Portföy Saklama Tebliği'nde<sup>392</sup> tanımlanan portföy saklayıcıları,<sup>393</sup> emanet yetkilisi olabilirler.

Emanet yetkilisinin kitle fonlaması sürecindeki yükümlülükleri yukarıda ilgili bölümlerde açıklanmıştır.<sup>394</sup>

### **3.3. PAYA DAYALI KİTLE FONLAMASINDA TARAFLAR ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİLER**

SePK m. 35/A(5) hükmünde platformlar, girişimci veya girişim şirketleri ile yatırımcılar arasındaki ilişkilerin genel hükümlere tâbi olduğu belirtilmiştir. Bu kapsamda, her bir tarafın, bir diğeri ile ilişkisine ilişkin değerlendirmelerimiz aşağıda sunulmaktadır.

#### **3.3.1. Platform – Girişimci/Girişim Şirketi İlişkisi**

Platform ile girişim şirketi arasında, Tebliğ'de kitle fonlaması sözleşmesi olarak adlandırılan ve içeriği Tebliğ'in EK/3'ünde gösterilen bir sözleşme akdedilecektir [Tebliğ m. 11(2)].

EK/3'te gösterilen ana içerik kalemleri; girişim şirketinin toplanacak fonlarla gerçekleştirmeyi planladığı faaliyetin kapsamı ve amacı, hedeflenen fon tutarı ile varsa toplanabilecek ek fon tutarı, çıkarılacak paylar, varsa çıkarılacak payların nitelikli yatırımcılara tahsisatı, çıkarılacak payların dağıtım esasları, kampanya sürecinde uygulanacak prosedürler ile platformun alacağı ücret vb. menfaatler dahil olmak üzere tarafların hak ve yükümlülükleri olarak sıralanabilir.

---

<sup>392</sup> 2 Temmuz 2013 tarih ve 28695 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği (III-56.1).

<sup>393</sup> Portföy Saklama Tebliği m. 3(1)(ı) hükmünde portföy saklayıcısı, İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ile SPK'nın portföy saklama hizmeti verme konusunda yetkilendirdiği banka ve aracı kurumlar şeklinde tanımlanmıştır. Portföy saklayıcısı olarak yetkilendirilme şartları Portföy Saklama Tebliği m. 6 hükmünde gösterilmiştir.

<sup>394</sup> Bkz. yukarıda 3.2.3.1.4. Platformun Organizasyonuna İlişkin Diğer Koşullar ve Dışarıdan Hizmet Alımı; 3.2.3.1.5. Platformların Tâbi Oldukları Koşulların Kaybedilmesi; 3.2.3.2.2. Kampanya Sürecine İlişkin Yükümlülükler.

Girişim şirketinin fon toplama amacı, fon hedefi ve platformun alacağı ücret gibi kalemler, taraflar arasında serbestçe tayin edilebilecek olmakla birlikte, platformun girişim şirketine karşı yükümlülüklerinin içeriği ve sınırları, Tebliğ'in çeşitli hükümlerinde detaylı şekilde düzenlenmiştir.

Kitle fonlaması sözleşmesi altında girişim şirketinin borcu, para borcudur. Kanaatimizce, bu borç sözleşmede tarafların iradesine göre, sabit bir ücret olarak belirlenebileceği gibi, sadece hedeflenen fon tutarına ulaşılması hâlinde girişim şirketine aktarılacak olan tutar üzerinden belirlenecek bir komisyon olarak da tespit edilebilir.

Platformun, girişim şirketine sağlayacağı hizmetler ise özetle, girişim şirketinin tanıtımı için bir kampanya sayfası oluşturmak ve bu sayfayı beş yıl süreyle korumak, bu sayfa üzerinden girişim şirketi yetkilileri ile yatırımcılar arasındaki iletişimi sağlamak, girişim şirketini Tebliğ kapsamındaki yükümlülükleri konusunda bilgilendirmek, yatırımcılardan fon sağlama taleplerini almak ve yatırılan fonların, hedeflenen tutara ulaşılması kaydıyla girişim şirketine aktarımını sağlamaktır. Platform, söz konusu yükümlülükleri yerine getirirken, Tebliğ'in öngördüğü esas ve usullerle bağlıdır: Kampanya sayfasının zorunlu içeriği, yatırımcılardan fon sağlama talebi alınmasının ön koşulları, yatırılan fonların nasıl tutulacağı, hangi koşullarda girişim şirketine aktarılacağı gibi konular Tebliğ'de düzenlenmiştir. Dolayısıyla, platformun girişim şirketine sağlayacağı iş görme edimine ilişkin birçok konuda platform, bu işin nasıl görüleceği konusunda girişim şirketinin talimatıyla değil, Tebliğ'in düzenlemeleri doğrultusunda hareket etmek zorundadır. Bu anlamda da kitle fonlaması sözleşmesi, bir iş görme sözleşmesi olmakla birlikte; TBK m. 505'te düzenlenen vekâlet sözleşmesinin tipik borçlarından olan işin nasıl görüleceği konusunda müvekkilin iradesine ve talimatına uygun hareket yükümlülüğünü<sup>395</sup> büyük ölçüde içermemektedir.

---

<sup>395</sup> *Tandoğan, C.II*, sf. 436-437; *Zevkliler/Gökyayla*, sf. 619-620.

TBK m. 506(2) hükmünde öngörülen ve vekilin, müvekkilin menfaatine, açık bir talimatı bulunmadığı hallerde zımnî iradesine uygun davranması, vekâlet verenin zararına işlemleri yapmaması yükümlülüğü olarak tanımlanabilecek olan vekilin sadakat borcu<sup>396</sup> da, platformun Tebliğ'de düzenlenen çeşitli yükümlülükleri ile örtüşmemektedir. Örneğin platform, girişim şirketinin menfaatine olmamasına rağmen, talep eden yatırımcıların süresi içinde cayma haklarını kullandırmalıdır<sup>397</sup> veya kampanya devam ederken yatırımcıların suistimalini önlemek adına gerekli gördüğü durumlarda kampanyayı iptal etmelidir.<sup>398</sup>

Doktrinde *Baytemür*, platformun girişim şirketi nam ve hesabına hareket edecek olmasından ötürü kitle fonlaması sözleşmesine, vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümlerin uygulanabileceğini savunmuş;<sup>399</sup> kitle fonlaması sözleşmesini, en iyi gayret aracılığına benzeterek, en iyi gayret aracılığının da vekâlet sözleşmesi niteliğinde olduğunu belirtmiştir.<sup>400</sup> En iyi gayret aracılığı, SePK m. 37(1)(f) hükmünde öngörülen, sermaye piyasası araçlarının halka arzında, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluş tarafından satın alınması yükümü bulunmaksızın,<sup>401</sup> satışa aracılık edilmesi hizmetidir [Yatırım Hizmetleri Tebliği<sup>402</sup> m. 51(1)(b)]. Bu ilişkide aracı kuruluşun asli borçları, ihraççılara danışmanlık hizmeti vermek ve sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmektir.<sup>403</sup> Bu borçlar, bizim görüşümüze göre de kitle fonlaması sözleşmesinde platformun borçlarıyla benzeşmektedir. Gerçekten de doktrinde en iyi gayret aracılığı ilişkisi farklı

---

<sup>396</sup> *Tandoğan, C.II*, sf. 407; *Zevkliler/Gökyayla*, sf. 618-619.

<sup>397</sup> Bkz. yukarıda 3.2.3.2.2.2. Fonların Toplanması ve Saklanması İlişkin Yükümlülükler.

<sup>398</sup> Bkz. yukarıda 3.2.3.2.4. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler.

<sup>399</sup> *Baytemür*, sf. 625-626.

<sup>400</sup> *Baytemür*, sf. 625-626. Yazar aynı zamanda, kitle fonlaması sözleşmesinin uygulamada *sui generis* hâle gelebileceğini de belirtmiş; bu hâlde sözleşme hükümleri öncelikle uygulanmak üzere, sözleşmede hüküm olmayan hallerde vekâlet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması gerekeceğini ifade etmiştir, bkz. *Baytemür*, sf. 627.

<sup>401</sup> *Adıgüzel*, sf. 284.

<sup>402</sup> 11 Temmuz 2013 tarih ve 28704 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1).

<sup>403</sup> *Ayoğlu, Halka Arz*, sf. 275-277, 283-285.

gereçeklerle, vekâlet sözleşmesi (veya vekâletin bir alt türü olan komisyonculuk sözleşmesi) olarak nitelendirilmekle birlikte;<sup>404</sup> *Ayoğlu*, bu ilişkide talimatla bağlı olma ve sair özelliklerin eksikliği nedeniyle, bu ilişkinin *sui generis* bir iş görme sözleşmesi olarak nitelendirilmesi ve böylece, vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümlerin sadece kıyasen bu ilişkide uygulanması gerektiğini savunmuştur.<sup>405</sup> Benzer şekilde, *Gözüyeşil*, halka arza aracılık sözleşmelerinin özünü vekâlet sözleşmesi olarak nitelendirmekle birlikte, ayrıntılı düzenlemeler nedeniyle halka arza aracılık sözleşmelerinin, bu teorik kökünden uzaklaştığını belirtmiştir.<sup>406</sup>

Bizim de kanaatimize göre, kitle fonlaması sözleşmesi, yukarıda açıklanan gerekçelerle tipik bir vekâlet sözleşmesi değil; TBK’da düzenlenmemiş, atipik bir iş görme sözleşmesidir. Bu itibarla, TBK’nın vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümleri kitle fonlaması sözleşmesine doğrudan değil, ancak TBK m. 502(2) hükmü gereğince, niteliğine uygun düştüğü ölçüde uygulanmalıdır.

### 3.3.2. Platform – Yatırımcı İlişkisi

Platform ile yatırımcı arasında, Tebliğ’de üyelik sözleşmesi olarak adlandırılan ve içeriği Tebliğ’in EK/4’ünde gösterilen bir sözleşme akdedilecektir [Tebliğ m. 14(2)(c); m. 4(1)(z)].

---

<sup>404</sup> Ortaklığın nam ve hesabına hareket eden aracı ile ortaklık arasındaki ilişkinin, “hizmet ifası” ve “başkasına ait bir işin görülmesi” unsurlarını taşıdığı gerekçesi ile vekâlet sözleşmesi teşkil ettiği; kendi namına ortaklık hesabına hareket eden aracı ile ortaklık arasındaki ilişkinin komisyonculuk sözleşmesi teşkil ettiği; “yüklenimsiz aracılık sözleşmesinin” (en iyi gayret aracılığının) hukuki niteliğinin de bu ayrıma göre belirlenmesi gerektiği yönünde bkz. *Manavgat, Aracı Kurumlar*, sf. 84-87; aynı yönde aracının ortaklığın nam ve hesabına hareket etmesi hâlinde ilişkinin vekâlet sözleşmesi, aracının kendi namına ortaklığın hesabına hareket etmesi hâlinde ilişkinin komisyonculuk sözleşmesi teşkil ettiği nitelendirmesi için bkz. *Ünal*, sf. 77-78; genel olarak aracılar ile ortaklıklar arasındaki “yetkilendirme sözleşmeleri”nin iş görme, vekil edenin talimatıyla ve onun menfaatine hareket etme, sonuç taahhüdünde bulunmama, vekil edene karşı bağımsız olma gibi unsurları içermesi nedeniyle vekâlet sözleşmesi olarak nitelendirilmesi gerektiği, aracının kendi adına ortaklık hesabına hareket ettiği durumda ilişkinin niteliği vekâlet sözleşmesinin bir alt türü olan komisyonculuk sözleşmesi olsa da, özel bir hüküm olmadığı sürece bu sözleşmelere de vekâlet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması gerektiği yönünde bkz. *Yasaman*, sf. 114; *İnceoğlu*, sf. 92-95.

<sup>405</sup> *Ayoğlu, Halka Arz*, sf. 245-253.

<sup>406</sup> *Gözüyeşil*, sf. 242-243.

EK/4'te gösterilen ana içerik kalemleri; paya dayalı kitle fonlaması faaliyeti hakkında bilgiler, kampanya sürecinde uygulanacak prosedürler ve platformun alacağı ücret dahil olmak üzere tarafların hak ve yükümlülükleri ile reklam ve tanıtıcı materyallerin paylaşımına ilişkin esaslar olarak sıralanabilir.

Bu içerik incelendiğinde, sözleşmenin amaçlarından birinin, yatırımcıyı, kitle fonlaması süreciyle ilgili bilgilendirmek olduğu anlaşılmaktadır. Bu kapsamda, kampanya sürecinde uygulanacak prosedürler içerisinde, yatırımcıların cayma hakkı da kanaatimizce muhakkak yer almalıdır.

Platformların, yatırımcılardan alacağı ücret, tarafların anlaşması kapsamında, yıllık sabit bir ücret veya katılan kampanya başına sabit veya yatırım tutarıyla orantılı bir ücret gibi sair şekillerde belirlenmesi önünde kanaatimizce bir engel bulunmamaktadır. Aynı doğrultuda platformlar, yatırımcılardan hiç ücret almama şeklinde bir tercihte de bulunabilirler.

Kitle fonlaması kampanyaları sürecinde, platformların yatırımcılara verecekleri hizmetler Tebliğ'de detaylı şekilde düzenlenmiştir. Bu hizmetler, özetle, yatırımcıların kitle fonlaması süreci ve yatırımları konusundaki haklarını ve riskleri anlamalarını sağlamak, platformun internet sitesi üzerindeki kampanya sayfalarına erişim sağlamak, yatırımcılar ile girişim şirketi yetkilileri arasında iletişimi sağlamak, yatırımcıların fon sağlama taleplerini almak ve bu talepleri MKK ile emanet yetkilisine iletmek, yatırımcıların süresi içinde cayma haklarını kullanabilmelerini sağlamak, yatırılan fonları kampanya süresince fonları platform adına açılmış olan bloke bir hesapta tutmak, kampanya sonuçlanmadığı takdirde yatırılan fonların iadesini sağlamak ve kampanyanın başarılı olması hâlinde çıkarılacak olan girişim şirketi paylarının yatırımcılara aktarımı konusunda gerekli organizasyonu sağlamak olarak sıralanabilir.

Platformun Tebliğ uyarınca yatırımcının talimatına uygun şekilde yatırım talebini alacağı ve bu talebi MKK ile emanet yetkilisine iletceği, süresi içinde kullanıldığı

takdirde cayma hakkı çerçevesinde yatırılmış olan fonların iadesini sağlayacağı, kampanya sonunda yatırılan fonların iadesi veya çıkarılan payların yatırımcıya aktarımı konusunda gerekli organizasyonu yatırımcı adına yapacağı, yatırımcının suistimalini engelleyecek önlemler alacağı düşünüldüğünde, platform ile yatırımcı arasındaki ilişki, kanaatimizce, vekâlet sözleşmesinin talimata uygun davranma yükümlülüğü, sadakat ve özen yükümlülüğü gibi tipik yükümlülüklerini içermektedir. Dolayısıyla, kanaatimizce, üyelik sözleşmesi, vekâlet sözleşmesi olarak nitelendirilmeli ve üyelik sözleşmesine TBK'nın vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümleri doğrudan uygulanmalıdır.<sup>407</sup> Bu kapsamda, yatırımcı, fon sağlama talebinin alınmaması, yanlış alınması, süresi içinde talep edilmesine rağmen cayma hakkının kullandırılmaması, kampanya sonunda yatırılan fonların iadesinin sağlanması veya çıkarılan payların yatırımcıya aktarımının sağlanması konusunda platform tarafından gerekli işlemlerin yapılmaması hâlinde, vekâlet ilişkisi kapsamında platformun sorumluluğuna gidebilecektir.

Tebliğ m. 26 hükmünde, platform için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden platformun yönetim kurulu üyelerinin sorumlu olduğuna ilişkin düzenleme, kanaatimizce, yatırımcılara, platformun ihlallerinden ötürü doğrudan yönetim kurulu üyelerine başvurma imkânı vermemektedir; zira yatırımcıya karşı yükümlülük altında olan platform tüzel kişiliğidir. Yönetim kurulu üyelerinin kusurlu fiillerinden ötürü platformun, yatırımcı zararlarını tazmin etmesi gerekmesi hâlinde platform (ve platformun pay sahipleri), TTK m. 553 ve TTK m. 555 hükümleri uyarınca, platformun zararının tazmini için platformun yönetim kurulu üyelerine başvurabileceklerdir. Aynı durumda, platformdan alacaklı olan yatırımcılar ise, ancak

---

<sup>407</sup> Aynı konuda *Baytemür*, aracı kurumlar ile yatırımcılar arasındaki ilişki ile bir benzerlik kurarak, yatırımcı ile platform arasındaki ilişkinin vekâlet sözleşmesi olarak nitelendirileceğini savunmuş, bu sözleşmenin uygulamada *sui generis* hâle gelebileceğini belirterek, sözleşmede hüküm olmayan konularda, vekâlet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması gerekliliğini ifade etmiştir, bkz. *Baytemür*, sf. 627.

platformun iflası hâlinde, TTK m. 556 uyarınca, yönetim kurulu üyelerinin platformu uğrattıkları zararın platforma ödenmesini talep edebileceklerdir.

Öte yandan, platformun bilgi formunu incelemek konusundaki yükümlülükleri Tebliğ'de, aracı kuruluşların izahnameye ilişkin yükümlülüklerinden oldukça farklı düzenlenmiştir. Aracı kuruluşlar, halka arz süreçlerinde ihraç fiyatı ve miktarının belirlenmesi, izahnamenin onayı için SPK'ya sunulacak bilgi ve belgelerin hazırlanması konusunda faaliyet gösterebilmektedirler [Yatırım Hizmetleri Tebliği m. 51(3)]. Bu kapsamda aracı kuruluşların, izahnamede yer alan hukuki ve ekonomik bilgileri değerlendireceği ve izahnamenin içeriğinin gerçeğe uygunluğunu tespit ve tasdik edeceği ifade edilmekte;<sup>408</sup> aracı kuruluşların izahnameden sorumluluğunun temelinde de bu tasdik fonksiyonunun bulunduğu açıklanmaktadır.<sup>409</sup> Bu gerekçeyle SePK m. 10 hükmüyle aracı kuruluşlar, izahnameden sorumlu kişiler arasında sayılmışlardır. Oysa platformların, bilgi formunu onaylaması, aracı kuruluşların izahnameyi tasdik fonksiyonundan ziyade SPK'nın SePK m. 6(1) uyarınca izahnameyi onaylamasına benzemektedir. Platform, bilgi formunun hazırlanması aşamasına katılmadığı gibi, platformun bilgi formunda yer alan bilgilerin doğruluğunu teyit etme gibi bir görevi de Tebliğ'de yer almamaktadır.<sup>410</sup> 7222 sayılı Kanun'un m. 30 hükmü ile SePK m. 35/A'ya eklenen altıncı fıkra ile bilgi formunu imzalayan kişilerin sorumluluğu belirtilmiş olup platformların bilgi formundan sorumluluğuna ilişkin herhangi bir belirleme bulunmamaktadır. Kanaatimizce, platformlar, hazırlık sürecine katılmadıkları için, bilgi formunu imzalayan kişiler arasında yer almamalıdır. Dolayısıyla, bilgi formundaki bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması sebebiyle yatırımcılar, kural olarak, platformun sorumluluğuna başvuramamalıdır.

---

<sup>408</sup> Gözüyeşil, sf. 245-248; İslamoğlu, sf. 111.

<sup>409</sup> Ayoğlu, *İzahname*, sf. 640; İslamoğlu, sf. 111.

<sup>410</sup> Bu konudaki açıklamalarımız için bkz. yukarıda 3.2.3.2.2. Kampanya Sürecine İlişkin Yükümlülükler.

Ancak, bilgi formunda yer alan bilgilerde tutarsızlık olması, fizibilite raporunun incelenmesi neticesinde ilgili girişim şirketinin bir üretim veya teknoloji faaliyetini gerçekleştirmesinin hiçbir şekilde mümkün olmadığını anlaşılması veya girişim şirketinin bu amaca yönelmediğinin anlaşılması veya özellikle, dolandırıcılık amacına ilişkin bir şüphenin giderilememesi hallerinde,<sup>411</sup> bilgi formu onaylandığı takdirde yatırımcılar, kanaatimizce, platformun sorumluluğuna başvurabilmelidirler. Tebliğ m. 11(3)(d) hükmü dikkate alındığında, platformların yatırımcılarla arasındaki vekâlet ilişkisinin kapsamında yer alan bilgi formunu inceleme borcuna ilişkin özen yükümlülüğünün sınırları, kanaatimizce, bu şekilde belirlenmelidir.

Tebliğ m. 23 hükmünde, yatırım komitesi için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden yatırım komitesi üyelerinin sorumlu olduğuna ilişkin düzenleme, kanaatimizce, yatırımcılara, bilgi formundan ötürü doğrudan yatırım komitesi üyelerine başvurma imkânı vermemektedir; zira yatırımcıya karşı yükümlülük altında olan platform tüzel kişiliğidir. Bilgi formundan ötürü platformun, yatırımcı zararlarını tazmin etmesi gerekmesi hâlinde platform, kendi iç organizasyonunda bilgi formunun onaylanmasından sorumlu olan yatırım komitesinin üyelerine rücu edebilecektir.<sup>412</sup>

### **3.3.3. Yatırımcı – Girişimci/Girişim Şirketi İlişkisi**

#### **3.3.3.1. Genel Olarak**

Yatırımcı ile girişim şirketi arasındaki ilişkide, yatırımcı platform üzerinden vereceği fon sağlama talebi ile, mevcut veya kurulacak girişim şirketinde yapılacak sermaye artırımını için sermaye taahhüdünde bulunmakta; girişim şirketi ise, nitelikleri bilgi formunda gösterilmiş olan mevcut veya kurulacak girişim şirketinde sermaye artırımını yaparak yatırılan fon tutarı karşılığında yeni pay çıkarmayı taahhüt etmektedir. Her iki taahhüt de, hedeflenen fon tutarına ulaşılması koşuluna bağlıdır.

---

<sup>411</sup> Ayrıca bkz. yukarıda 3.2.3.2.4. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler.

<sup>412</sup> Bilgi formuna ilişkin yükümlülüklerin ihlali halinde, yatırım komitesi üyelerinin yanı sıra yönetim kurulu üyelerinin de sorumluluğunun doğacağı yönünde, bkz. *Yanlı, BATİDER, Kitle Fonlaması*, sf. 41.

*Baytemür*, yatırımcı ile girişim şirketi arasındaki ilişkinin satış sözleşmesi olarak değerlendirilebileceğini ifade etmiştir.<sup>413</sup> Girişim şirketinin sermaye artırımı yoluyla yeni çıkaracağı payların yatırımcılar tarafından iktisabı, SePK m. 3(1)(ğ) hükmünde tanımlanan ihraç kavramına benzetilerek nitelendirilir ise, söz konusu ilişkinin yine satış sözleşmesi teşkil ettiği sonucuna ulaşılabilir; zira ihraca ilişkin olarak ikincil mevzuatta<sup>414</sup> ve doktrinde<sup>415</sup> de, söz konusu ilişkinin satış ilişkisi teşkil ettiği benimsenmiştir.

TBK m. 207 vd. hükümlerinde düzenlenen satış sözleşmesi tipik olarak satıcının, satılanın mülkiyetini devretme borcunu üstlendiği sözleşmedir [TBK m. 207(1)] ve temlik borcu doğuran veya mülkiyetin devri amacını güden bir sözleşme olarak nitelendirilmektedir.<sup>416</sup> Oysa, esas sermaye artırımından sermaye taahhüdü ile pay edinimi, bir aslen iktisap işlemidir.<sup>417</sup> Ancak bu taahhüt sahiplerinden daha sonra satım, trampa veya bağışlama gibi bir işlemle pay edinilmesi, devren iktisap oluşturur.<sup>418</sup> Dolayısıyla her ne kadar esas sermaye artışı ile yapılan ihracın satış ilişkisi kurduğu benimsenmiş olsa da, kanımızca, kurulan ilişki, bir mülkiyet devri içermediği için bir satış ilişkisi olmayıp kendine özgü yapısı olan (*sui generis*) bir sözleşme<sup>419</sup> teşkil etmektedir. Öte yandan, mülkiyetin devri unsurunu içermemesi dışında, kurulan sözleşmesinin satış sözleşmesine benzerliği sonucunda, bu sözleşmeye uygun düştüğü ölçüde satış sözleşmesine ilişkin düzenlemeler kıyas

---

<sup>413</sup> *Baytemür*, sf. 628.

<sup>414</sup> 28 Haziran 2013 ve 28691 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2) m. 15 hükmünde, talep toplanmadan gerçekleştirilen halka arzda, yatırımcıların sermaye artırımına katılacakları düzenlenirken, ilgili yöntem “talep toplanmaksızın satış yöntemi” olarak adlandırılmıştır.

<sup>415</sup> *Manavgat, Halka Arz*, sf. 600; *Adıgüzel*, sf. 64; *Ayoğlu, Halka Arz*, sf. 92.

<sup>416</sup> *Tandoğan, C. I/1*, sf. 3, 93; *Aydoğdu/Kahveci*, sf. 49-50.

<sup>417</sup> *Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)*, No. 809; *Bahtiyar*, sf. 284.

<sup>418</sup> *Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)*, No. 809; *Bahtiyar*, sf. 284.

<sup>419</sup> Bu sözleşmeler doktrinde, kanunlarda öngörülen sözleşme tiplerinin unsurlarının kısmen veya tamamen bulunmadığı sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır, bkz. *Tandoğan, C. I/1*, sf. 13; *Kılıçoğlu, Özel*, sf. 18.

yoluyla uygulanabilecektir.<sup>420</sup> Bu nitelendirmeden hareketle, girişim şirketinin sermaye artırımını yoluyla yeni çıkaracağı payların yatırımcılar tarafından iktisabı için kurulan ilişki, kanımızca, satış sözleşmesine ilişkin düzenlemelerin kıyas yoluyla uygulanabileceği, kendine özgü yapısı olan bir sözleşmedir. İktisabın gerçekleşmesiyle ise yatırımcı, girişim şirketinin pay sahibi olacaktır.

Sözleşmenin kuruluş anına ilişkin olarak tespit yapmak için ise, halka arzda izahnamenin hukuki niteliğine ilişkin değerlendirmelerden hareket edilebilir. Doktrinde izahnamenin öneri veya öneriye davet<sup>421</sup> teşkil ettiğine ilişkin iki farklı görüş bulunmaktadır. Öneri görüşünü benimseyen yazarlar, halktan gelen alım taleplerinin reddedilmesi imkânının, sermaye piyasası araçlarını halka ulaştırma amacı taşıyan kanun koyucunun amacına aykırı olacağını;<sup>422</sup> sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen izahnamenin, sözleşmenin kurulması için gerekli tüm unsurları taşıdığını<sup>423</sup> savunmaktadırlar. *Manavgat* ise fiyatın sabit olarak veya belirli bir aralıkta halka arz eden tarafından belirlendiği durumlarda halka arzın öneri olarak nitelendirileceğini belirtmiştir.<sup>424</sup> Öneriye davet görüşünü benimseyen yazarlar ise, halka arzın icap niteliğinde olduğunun kabul edilmesi hâlinde, alım talebi, arz edilen sermaye piyasası aracından fazla olduğunda, söz konusu fazla alım taleplerinin reddinin açıklanamayacağı, dolayısıyla halka arzın öneri olarak kabul edilemeyeceği görüşündedirler.<sup>425</sup>

---

<sup>420</sup> Kendine özgü yapısı olan sözleşmelere, mahiyetleri uygun düştüğü surette benzedikleri sözleşme tiplerine ilişkin düzenlemelerin kıyasen uygulanacağı konusunda bkz. *Tandoğan, C. I/1*, sf. 13; *Kılıçoğlu, Özel*, sf. 18.

<sup>421</sup> Öneri, muhatabına kurulması amaçlanan sözleşmenin esaslı unsurlarını bildiren ve bağlanma iradesi taşıyan bir irade açıklamasıdır. Muhatabın, öneriyi kabulüyle sözleşme ilişkisi kurulmuş olacaktır. Öneriye davette ise amaç, muhatabın bir öneride bulunmasıdır; dolayısıyla öneriye davette bulunan kişi, kendisini kabulde bulunacak konuma getirmek istemektedir, bkz. *Kılıçoğlu, Genel*, sf. 84-88.

<sup>422</sup> *Somer*, sf. 95.

<sup>423</sup> *Arı*, sf. 57-58.

<sup>424</sup> *Manavgat, Halka Arz*, sf. 600.

<sup>425</sup> *Ayoğlu, Halka Arz*, sf. 84; *Mutlu Uşaklı*, sf. 168; *Çatakoğlu*, sf. 120-121.

Bu değerlendirmeler ışığında, paya dayalı kitle fonlamasında bilgi formunun hukuki niteliği, izahname ile karşılaştırılarak saptanabilir. Bilgi formunun içeriğinde bulunacak bilgilere ilişkin standartlar henüz SPK tarafından düzenlenmemiş olmakla birlikte, kurulmuş veya kurulacak olan girişim şirketinin, toplayacağı fonları hangi amaç için kullanacağı, yatırılan fonlar karşılığında yatırımcıların sahip olacağı payların nitelikleri, girişim şirketindeki diğer payların nitelikleri gibi hususların bilgi formunda yer alacağı, Tebliğ’de düzenlenmiştir.<sup>426</sup> Dolayısıyla yatırımcıların, yatırımları karşılığında, hangi amaçla faaliyet gösterecek bir şirkette, şirketin sermayesini hangi oranda temsil edecek payları iktisap edeceklerini bilgi formundan anlayabilecekleri öngörülebilir.

Bilgi formunda ayrıca, hedeflenen fon tutarı, hedeflenen tutarı aşacak ek fon toplanıp toplanmayacağı, hedefleneni (veya ön görülen ek fon tutarını) aşan şekilde toplanmış olan fonların ne şekilde yatırımcılara iade edileceği konusu yer alacaktır.<sup>427</sup> Dolayısıyla yatırımcılar bilgi formundan (i) hedeflenen tutarda fon toplanmaz ise yatırımın gerçekleşmeyeceğini, (ii) hedefleneni (veya ön görülen ek fon tutarını) aşan tutarda fon toplandığı takdirde, yatırımlarının bir kısmının iade edileceğini anlayacaklardır. Bu ihtimaller gerçekleştiği takdirde, girişim şirketinin takdirinden bağımsız olarak belirtilen sonuçlar gerçekleşecektir.

Bu durumda, kanımızca, bilgi formunun hukuki niteliği öneridir. Zira bilgi formu sözleşme ilişkisinin kurulması için yeterli unsurları taşıyacaktır ve girişim şirketinin bağlanma iradesi bulunmaktadır. Böylece, yatırımcıların fon sağlama talebinde bulunmaları ile sözleşme kurulmaktadır. Hedeflenen tutarı (veya ön görülen ek fon tutarını) aşan tutarda fon toplanması durumunda iade yapılması ise, kurulan sözleşmenin, bozucu koşula tâbi bir sözleşme teşkil ettiği şeklinde açıklanabilir.<sup>428</sup>

---

<sup>426</sup> Bkz. yukarıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

<sup>427</sup> Bkz. yukarıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

<sup>428</sup> TBK m. 173’e göre “[s]ona ermesi önceden gerçekleşip gerçekleşmeyeceği bilinmeyen bir olguya bırakılan sözleşme, bozucu koşula bağlanmış olur.” Koşul, tarafların kararlaştırmış oldukları, gelecekte

Zira, tarafların, yukarıda açıkladığımız ilk ihtimalde sözleşmenin tamamen,<sup>429</sup> ikinci ihtimalde ise kısmen sona ereceği konusunda iradeleri uyuşmaktadır.

Yatırımcının fon sağlama talebiyle sözleşmenin kurulması, Tebliğ'in düzenlemeleriyle de uyumludur. Tebliğ m. 17(9) hükmü, hedeflenen fonlara ulaşıldığı takdirde, girişim şirketinin kurulması ve/veya sermaye artırımı yapılması yönündeki Tebliğ m. 17(7) yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi durumunda, yatırılan fonların iadesiyle birlikte, yatırımcıların özel hukuk hükümlerinden doğan haklarının saklı kalacağını düzenlemiştir. Bu hükümden anlaşılan, bu aşamaya gelindiğinde sözleşmenin kurulmuş olacağı ve dolayısıyla girişim şirketinin, sözleşme altında kendi borcunu ifa etmemenin sonuçlarına tâbi olacaktır.<sup>430</sup>

Tebliğ m. 17(7)'de öngörülen sürelerin geçmesiyle girişim şirketinin kurulması ve/veya sermaye artırımı yapılması Tebliğ gereği imkânsız hâle gelecektir.<sup>431</sup> Sözleşme ilişkisi kurulduktan sonra, borçlunun kusuruyla gerçekleşen bu imkânsızlık sonucunda, girişimci/girişim şirketi, TBK m. 112 uyarınca, yatırımcının zararını tazmin etmekle yükümlü olacaktır.<sup>432</sup> TBK m. 114(2) hükmünün yollamasıyla, zarara ilişkin olarak TBK m. 50-52 hükümleri uygulanacaktır.<sup>433</sup> Dolayısıyla TBK m. 50 gereği, yatırımcının zararını ispat etmesi gerekecektir. Burada yatırımcının, girişim şirketinde pay sahibi olabilseydi edineceği faydayı ispat etmesi oldukça güçtür. Henüz faaliyete geçmemiş bir şirketin başarı ihtimalinin ve ne kadar kârlı bir faaliyet gerçekleştireceğinin ispat edilmesi mümkün görünmemektedir.<sup>434</sup> Bu durumda yatırımcının talep edebileceği zarar kalemleri, yatırımı yaparken katlandığı işlem masrafları ile yatırılan fonun emanet yetkilisinde tutulduğu süre boyunca

---

gerçekleşebilecek, gerçekleşmesi belirsiz olan bir olaydır. Koşulun gerçekleşmesinden önce, sözleşme hüküm ve sonuçlarını doğuracaktır; bkz. *Kılıçoğlu, Genel*, sf. 964, 968.

<sup>429</sup> Hedeflenen fon tutarına ulaşılmaması durumunun bozucu koşul olarak değerlendirilebileceği yönünde bkz. *Baytemür*, sf. 629.

<sup>430</sup> Tebliğ taslağı hükmünden yola çıkarak aynı yönde bkz. *Baytemür*, sf. 630.

<sup>431</sup> Aynı yönde bkz. *Baytemür*, sf. 630.

<sup>432</sup> Sonraki kusurlu imkânsızlıktan sorumluluğun koşulları için bkz. *Kılıçoğlu, Genel*, sf. 844-847.

<sup>433</sup> *Kılıçoğlu, Genel*, sf. 813.

<sup>434</sup> Aynı yönde bkz. *Baytemür*, sf. 630.

nemalandırılmadığı veya piyasa şartlarının altında nemalandırıldığı ihtimalde, kaybedilen faiz geliri olabilecektir.

### **3.3.3.2. Bilgi Formundan Doğan Sorumluluk**

#### **3.3.3.2.1. Girişim Şirketinin ve Girişimcinin Kusursuz Sorumluluğu**

Girişim şirketi ile yatırımcı arasındaki ilişkinin değerlendirmesindeki önemli hususlardan biri bilgi formundaki bilgilerin yanlışlığından veya eksikliğinden doğacak sorumluluktur.

7222 sayılı Kanun'un m. 30 hükmü ile SePK m. 35/A'ya eklenen altıncı fıkrayla, bilgi formunu "imzalayan gerçek ve tüzel kişiler" in bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumlu olacakları düzenlenmiştir. Bilgi formunun kim tarafından imzalanacağı ise açıkça düzenlenmemiştir. Tebliğ m. 17(1) hükmünün, kampanya sürecinin girişim şirketi veya girişimci tarafından fon toplama talebiyle platforma başvurusuyla başladığını düzenlediği dikkate alındığında, kanaatimizce bilgi formu girişimci tarafından veya girişim şirketi adına imzalanacaktır. Birden fazla girişimci olması durumunda, SePK m. 35/A(6) hükmü uyarınca bu girişimciler müteselsilen sorumlu olacaklardır. Öte yandan, SePK m. 35/A(6) hükmündeki "bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişiler" ifadesi kanaatimizce isabetli bir kullanım olmamıştır. Bilgi formundan sorumlu olması gereken kişiler, kanaatimizce, bilgi formunu düzenleyen girişimci veya girişim şirkettir. Hükümde geçen "imzalayan" ifadesi, girişim şirketi adına bilgi formunu imzalayan gerçek kişi temsilcinin bilgi formundan doğrudan sorumlu tutulması gerektiği şeklinde bir yoruma neden olabilecekse de kanaatimizce temsilci olarak<sup>435</sup> tüzel kişiyi bağlamak üzere tüzel kişiliğin iradesini açıklayan kişinin şahsen

---

<sup>435</sup> Şirket (i) TTK m. 365 ve TTK m. 371(1) uyarınca kanun gereği temsil yetkisine sahip yönetim kurulu üyeleri tarafından, (ii) TTK m. 371(2) uyarınca kendisine temsil yetkisi bırakılan murahhas yönetim kurulu üyeleri tarafından, (iii) TTK m. 371(2) uyarınca kendisine temsil yetkisi devredilen üçüncü kişiler tarafından, (iv) TTK m. 371(7) uyarınca kendisine sınırlı temsil yetkisi verilen yönetim

sorumlu tutulması TBK m. 40 hükmüne aykırı olacaktır. Nitekim girişim şirketinin çalışanları, yöneticileri ve/veya yönetim kurulu üyeleri tarafından hazırlanmış, yönetim kurulu kararıyla kabul edilmiş bilgi formundan, sadece girişim şirketinin iradesini açıklamak üzere formu imzalamış olan temsilcinin şahsen sorumlu tutulması bilgi formunun oluşturulma süreci ile uyumlu olmayacaktır.

SePK m. 35/A(6) hükmünde gösterilen bilgi formundan sorumluluk düzenlemesi, SePK m. 10’da düzenlenen, ihraççıların izahnameden sorumluluğu ile karşılaştırılarak değerlendirilebilir.

Öncelikle, SePK m. 10(1) hükmünün ilk cümlesinde düzenlenen ihraççıların izahnameden doğan sorumluluğu konusunda, bu sorumluluğun kusura dayalı veya kusursuz sorumluluk olduğuna dair açık bir ifade bulunmamakla birlikte, bu sorumluluk doktrinde ağırlıklı olarak kusursuz sorumluluk olarak değerlendirilmektedir.<sup>436</sup> SePK m. 10(1) hükmünün ikinci cümlesinde sayılan kişilerin sorumluluğunun kusura bağlı olmasının özellikle belirtilmiş olmasından ötürü, birinci cümlede bu şekilde bir belirleme yapılmamış olan ihraççının sorumluluğu kusursuz sorumluluk olarak nitelendirilmektedir.<sup>437</sup> Söz konusu kusursuz sorumluluk, SePK’nın yatırımcıyı koruma amacıyla temellendirmiştir.<sup>438</sup> Nitekim maddenin gerekçesinde de, ikinci cümlede sayılan kişiler için kusurları oranında bir sorumluluk öngörüldüğü ifade edilmiş; bunun ise TTK ile paralel bir düzenleme olduğu belirtilmiştir.<sup>439</sup> Sonuç

---

kurulu üyeleri ve şirketle sözleşmesel bağı bulunan üçüncü kişiler tarafından temsil edilebilir; bkz. *Yanlı/Okutan Nilsson*, sf. 10-13, 30-32.

<sup>436</sup> *Ayoğlu, İzahname*, sf. 642; *Memiş/Turan*, sf. 80; *Çatakoğlu*, sf. 123; *Gözüyeşil*, sf. 297; *İslamoğlu*, sf. 60.

<sup>437</sup> *Çatakoğlu*, sf. 123; *İslamoğlu*, sf. 60.

<sup>438</sup> *Çatakoğlu*, sf. 123.

<sup>439</sup> SePK gerekçesi, <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>. *Çatakoğlu*, TTK m. 549 düzenlemesi ile SePK m. 10 düzenlemesi arasında paralellik kurarak, izahnameyi düzenleyenlerin kusursuz sorumlu olduğunu belirtmiştir, bkz. *Çatakoğlu*, sf. 123; aynı yönde bkz. *İslamoğlu*, sf. 60.

olarak ihraççı, özen yükümlülüğüne uygun hareket ettiği savunması ile sorumluluktan kurtulamayacaktır.<sup>440,441</sup>

SePK m. 35/A(6)'da düzenlenen bilgi formundan sorumluluk ile ilgili bir çıkarım yapmak için başlangıç noktası olabilecek hükmün ifadesi, SePK m. 10(1) hükmünün birinci cümlesinde olduğu gibi, sorumluluğun türüne ilişkin açık bir belirlemede bulunmamaktadır. Halka açık şirket olan ihraççılar için yatırımcıların korunması amacıyla izahnameden kusursuz sorumluluk düzenlemesi yapıldığı dikkate alındığında, genel itibarıyla halka açık şirketlerden çok daha riskli şirketler olacağı öngörülen girişim şirketleri için, bilgi formundan sorumluluğun da kusursuz sorumluluk olarak kabul edilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Nitekim, girişimci açısından bilgi formu henüz kurulmamış bir şirkete ilişkin olarak, yatırımcıya yatırımı karşılığında verilecek paylar ve yapılması planlanan faaliyete ilişkin bilgiler içerecektir. Bu anlamda girişimci, kendi tasarladığı hususları bilgi formuna yansıtacaktır. Dolayısıyla girişimcinin, bilgi formunda yer alabilecek yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere ilişkin olarak özen yükümlülüğüne uygun davrandığından bahisle savunma yapabilmesini mümkün görmemekteyiz. Girişim şirketi ise son beş yılda kurulmuş olan ve belirli finansal büyüklüğe ulaşmamış, faaliyetinin başında olması öngörülen bir şirkettir.<sup>442</sup> Bilgi formunda girişim şirketine ilişkin verilecek bilgiler ile yatırımcıya yatırımı karşılığında verilecek paylar ve yapılması planlanan faaliyete ilişkin bilgilerdeki yanlışlık, yanıltıcılık veya eksikliğe ilişkin olarak girişim şirketinin özen yükümlülüğüne uygun davrandığından bahisle savunma yapabilmesi de kanaatimizce mümkün olmamalıdır.

---

<sup>440</sup> Ayoğlu, *İzahname*, sf 642.

<sup>441</sup> Aksi görüşte, *Manavgat* ise kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin SePK m. 32 hükmünün üçüncü fıkrasındaki kusura dayalı düzenlemenin izahnameden sorumluluk için de uygulanması gerektiğini savunmuştur, bkz. *Manavgat*, *Halka Arz*, sf. 234.

Öte yandan, izahnamenin bir kamuyu aydınlatma belgesi olduğunun kabulüyle birlikte, SePK m. 10'un SePK m. 32'ye göre özel hüküm olduğu ve SePK m. 32'nin izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerine uygulanacağı görüşü için bkz. *Demirkan*, sf. 26.

<sup>442</sup> Bkz. yukarıda 3.2.1. Girişim Şirketi / Girişimci.

Sorumluluğu ortaya çıkararak duruma gelince; SePK m. 35/A(6) hükmü, bilgi formunda yer alan “yanlış, yanıltıcı veya eksik” bilgilerden kaynaklanan sorumluluğu düzenlemiştir. Bu ifade izahname sorumluluğunu düzenleyen SePK m. 10 hükmünün ifadesiyle paraleldir. Bu anlamda söz konusu ifadeden ne anlaşılması gerektiği konusunda, SePK m. 10’da yer alan aynı ifadenin ne şekilde yorumlandığı incelenebilir.

Öncelikle yanlışlık, bilginin gerçeğe aykırılığı olarak anlaşılmalıdır.<sup>443</sup> Bu gerçeğe aykırılık, yatırımcının yatırım kararını etkilemeyecek boyutta şekli bir yanlışlık (örneğin bir yazım yanlışlığı) ise, zarara yol açmayacağı için bir tazminat sorumluluğu da doğurmayacaktır.<sup>444</sup> Eksiklik ise, belgede olması gereken, yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek bilginin kısmen veya hiç olmamasıdır.<sup>445</sup> Eksik olan bilgi bulursa idi, hâlihazırda mevcut olan bilgilerin anlamı veya yorumu değişebilecek ise, bu madde kapsamında değerlendirilmesi gereken bir eksiklik söz konusudur.<sup>446</sup> Yanıltıcılık ise, muhatabın anlayışıyla da ilişkilendirilebilecek bir durumdur. Eğer izahnamedeki bilgi yanlış olmamakla birlikte ortalama bir yatırımcı için yanlış bir kanaate yol açmaya imkân verecek nitelikte ise, yanıltıcı bir bilgilerden söz edilebilir.<sup>447</sup> Açıklamadaki yanlışlık, eksiklik veya yanıltıcılığın metnin bütünüyle olan ilişkisi konusunda *Manavgat*, açıklamanın bir bölümündeki yanlışlık, eksiklik, yanıltıcılığa rağmen, eğer açıklamanın bütününden tam ve doğru bilgiye ulaşmak mümkün ise zarar

---

<sup>443</sup> *Manavgat, Halka Arz*, sf. 230-231; *Gözüyeşil*, sf. 263.

<sup>444</sup> *Manavgat, Halka Arz*, sf. 230-231; *Gözüyeşil*, sf. 263; *İslamoğlu*, sf. 61.

<sup>445</sup> *İslamoğlu*, sf. 61; *Gözüyeşil*, sf. 264-265. *Yanlı ve İnceoğlu* da Mülga SePK döneminde ilgili hükümdeki “gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmama” ifadesinin sadece yanlış bilgileri kapsamadığını, doğru olsa dahi eksik verilen bilgilerin de bu kapsamda değerlendirilmesi gerektiğini ifade etmiştir, bkz. *Yanlı, Kamunun Aydınlatılması*, sf. 151; *İnceoğlu*, sf. 134.

<sup>446</sup> *İnceoğlu*, sf. 134; *İslamoğlu*, sf. 61.

<sup>447</sup> *Manavgat, Halka Arz*, sf. 232; *Gözüyeşil*, sf. 264. *Manavgat*, ortalama yatırımcı tipinin Türk Medeni Kanunu m. 3 hükmünde iyiniyetin belirlenmesinde kullanılan özen borcu ölçütleri dikkate alınarak belirlenebileceğini; ortalama yatırımcı tipinin dikkate alınması ile sorumluluğun adaletsiz şekilde genişletilmesi veya daraltılmasının önlenmesini belirtmiştir. Yazara göre, sermaye piyasası bağlamında ortalama yatırımcı, “piyasa kuralları ve uygulamaları konusunda ortalama bilgiye sahip, piyasada orta büyüklükte bireysel fonlarını kullanarak, aralıklarla da olsa sermaye piyasasında yatırım yapan yatırımcı”dır, bkz. *Manavgat, Halka Arz*, sf. 232.

doğurucu bir fiil bulunmayacağını savunmuştur.<sup>448</sup> *Gözüyeşil* ise bu konuda, muhataplara derin ve çapraz bir inceleme yükümlülüğünün getirilmesinin, yatırımcının korunması ilkesi ile bağdaşmayacağını belirtmiştir.<sup>449</sup>

İzahnamedeki yanlışlığın veya eksikliğin yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek esaslı bir yanlışlık veya eksiklik olması gerektiği yönündeki anlayış, kanaatimizce bilgi formu için de geçerli olmalıdır. Zira yatırımcının yatırım kararını etkilemeyecek bir yanlışlık, zarara yol açabilecek nitelikte de olmayacaktır. Nitekim ABD hukukunda da bilgilendirme yükümlülüğüne aykırılığın, esaslı bir konuda yanlış bir beyanda bulunulması veya esaslı bir konunun beyan edilmemesiyle doğacağı düzenlenmiştir.<sup>450</sup>

Yanılıcılık değerlendirilirken ise, girişim şirketlerinin faaliyetlerinin henüz başında olan, inovatif bir fikri hayata geçirme amacı taşıması nedeniyle başarılı olamama riski oldukça yüksek olan şirketler olması ve ayrıca kitle fonlaması yatırımlarının, sermaye piyasası yatırımlarına kıyasen daha az korumaya tâbi olması dikkate alınmalıdır. Dolayısıyla, kanaatimizce yanılıcılığın kıstası, bilgi formu için izahnameye nazaran daha düşük belirlenmeli; girişim şirketinin başarılı olması hâlinde elde edilecek kazanımlar kadar, ilgili girişim şirketinin başarısız olma ihtimalinin yüksekliğine ve bu durumun sonuçlarına vurgu yapmayan bilgi formları yanılıcı kabul edilmelidir. Bilgi formunun izahnameye göre çok daha kısa, daha az detay içeren bir açıklama olacağı görüşümüzden hareketle,<sup>451</sup> açıklamanın bir yerinde yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek bir yanlışlık bulunmasına rağmen,<sup>452</sup> açıklamanın bütününden

---

<sup>448</sup> *Manavgat, Halka Arz*, sf. 231. Açıklamanın farklı yerlerinde aynı konuda farklı bilgi bulunması durumunda, hangi bilginin doğru olduğu anlaşılamiyor ise, açıklamanın bütününe bakılarak sorumluluğun doğmayacağı sonucuna varılamayacağını da yazar ayrıca belirtmiştir. Açıklamanın bütününe bakılarak değerlendirme yapılması konusunda *Adıgüzel, Manavgat*'a katılmaktadır, bkz. *Adıgüzel*, sf. 138.

<sup>449</sup> *Gözüyeşil*, sf. 263.

<sup>450</sup> Bkz. yukarıda 2.2.1.1.2. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülükleri.

<sup>451</sup> 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

<sup>452</sup> Yatırım kararını etkilemeyecek yanlışlıklar, kanaatimizce zaten sorumluluk doğurmayacaktır.

tam ve doğru bilgiye ulaşılması ve söz konusu yanlışlığın yanıltıcı olmama ihtimalini de bilgi formu özelinde oldukça düşük görüyoruz.

Menkul kıymet çıkarmaya ilişkin bir belge olarak tasnif edilebilecek bilgi formu bu itibarla, TTK m. 549 kapsamında sayılan belgeler arasında da kabul edilmelidir.<sup>453</sup> Bu hüküm çerçevesinde kanaatimizce, yukarıda yaptığımız yoruma paralel şekilde, girişimci ve girişim şirketleri bilgi formunu “düzenleyenler” olarak belirlenmelidir.<sup>454</sup> TTK m. 549 uyarınca, ilgili belgeleri düzenleyenlerin sorumluluğu kusursuz sorumluluk olarak belirlendiğinden,<sup>455</sup> girişim şirketi ve girişimci bilgi formunun yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olarak düzenlenmesi hâlinde kusursuz sorumlu kabul edilmelidirler.<sup>456</sup>

Bilgi formundaki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgidен dolayı, yatırımcının girişimci veya girişim şirketinden tazmin edilmesini talep edeceği zarara gelecek olursak; bu zararın ne olabileceği konusunda sermaye piyasası yaklaşımıyla karşılaştırma yapılması mümkün görünmemektedir. Sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetlere ilişkin olarak, yapılmış olan hukuka aykırı bilgilendirmenin yol açacağı zarar, hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisinin kalkmasını takiben menkul kıymetin değerindeki düşüş sonucunda menkul kıymeti iktisap eden kişinin malvarlığındaki azalma olarak özetlenebilir.<sup>457</sup> Ancak, girişim şirketlerinin payları için çoğu zaman

---

<sup>453</sup> Maddede sayılan belgelerin tahdidi (*numerus clausus*) sayılmadığı konusunda bkz. *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, No. 16-20; *Dinç*, sf. 122. Hükümün gerekçesinde de bu husus belirtilmiştir, bkz. TTK m. 549’un gerekçesi, <http://www.ticaretkanunu.net/turk-ticaret-kanunu-madde-gerekceleri-ikinci-kitap-ticaret-sirketlerimadde-124-644/>.

<sup>454</sup> TTK m. 549’un gerekçesinde, hükümde belirtilen “düzenleyenler”in kim olacağını dokrinde ve yargı kararlarında belirleneceği ifade edilmiştir, bkz. TTK m. 549’un gerekçesi, <http://www.ticaretkanunu.net/turk-ticaret-kanunu-madde-gerekceleri-ikinci-kitap-ticaret-sirketlerimadde-124-644/>; aynı yönde bkz. *Dinç*, sf. 122.

<sup>455</sup> TTK m. 549 hükmü gerekçesinde “düzenleyenler”in kusursuz sorumlu olması gerektiği belirtilmiştir, bkz. TTK m. 549’un gerekçesi, <http://www.ticaretkanunu.net/turk-ticaret-kanunu-madde-gerekceleri-ikinci-kitap-ticaret-sirketlerimadde-124-644/>; aynı yönde bkz. *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, No. 16-27; *Kendigelen*, sf. 454; *Dinç*, sf. 122.

<sup>456</sup> Bilgi formunun TTK m. 549’da sayılan belgeler kapsamında değerlendirilmesinin bir sonucu da, bilgi formunun sahte olarak düzenlenmesi hâlinin TTK m. 562(8) uyarınca suç teşkil edecek olmasıdır.

<sup>457</sup> *Manavgat, Halka Arz*, sf. 254.

kısa vadede ikincil piyasa oluşmayacak, dolayısıyla payların değerindeki değişiklik piyasada gözlenemeyecektir.

Hukuka aykırı bilgilendirme eğer gerçek olsaydı, girişim şirketinin değerinin ne olabileceği üzerinden hipotetik bir değer saptanması ve gerçek durumda girişim şirketinin değeri ile bu hipotetik değer arasındaki farkın, zarar olarak tespit edilmesi de uygulanması güç bir yöntem olacaktır; zira, faaliyetinin henüz başındaki girişim şirketi için hipotetik değer saptaması yapılırken, geleceğe yönelik gelir akışının belirlenmesi çoğu zaman mümkün olmayacaktır.

Somut olayın özelliklerine göre bir başka yaklaşım ise, hukuka aykırı bilgilendirme olmasaydı, söz konusu yatırımı hiç yapmayacağını ispat edebilen yatırımcının, hukuka aykırı bilgilendirmeye güvenerek yatırım yapmış olmakla malvarlığında meydana gelen azalmanın saptanması olabilecektir. Bu yöntemde yatırımcının malvarlığının değeri saptanırken esas alınacak şirketin gerçek değeri, şirketin mevcut malvarlığı üzerinden saptanabilecek ve bu suretle yatırımcının minimum zararı tespit edilebilecektir.

#### **3.3.3.2.2. Girişim Şirketi Yönetim Kurulu Üyelerinin Kusursuz Sorumluluğu**

Girişim şirketi yönetim kurulu üyelerinin bilgi formundan kaynaklanan kusursuz sorumluluğu, yatırımcının doğrudan zararına ilişkindir.

Yönetim kurulu üyelerinin izahnameden doğan sorumluluğu SePK m. 10(1)'de düzenlenmişken, girişim şirketinin yönetim kurulu üyelerine ilişkin olarak SePK m. 35/A hükmünde doğrudan bir düzenleme yer almamaktadır. Yukarıda belirttiğimiz üzere, girişim şirketi adına bilgi formunu imzalayan yönetim kurulu üyesi olan veya olmayan temsilciler, SePK m. 35/A(6) kapsamında doğrudan sorumlu tutulmamalıdır. Ancak bilgi formu imzalandığı sırada kurulmuş olan girişim

şirketlerinin yönetim kurulu üyelerinin TTK hükümleri gereğince bilgi formundan sorumluluğu doğabilecektir.

Öncelikle bilgi formunun hazırlanması işi, kanaatimizce girişim şirketinin yönetim kurulu tarafından TTK m. 367 uyarınca bazı yönetim kurulu üyelerine (veya üçüncü kişilere) delege edilebilecek veya bilgi formunun hazırlanması için TTK m. 366(2) uyarınca yönetim kurulu bünyesinde kurulacak bir komite görevlendirilebilecektir. Bu şekilde, bilgi formunun hazırlanma sürecinde rol oynayan yönetim kurulu üyeleri kanaatimizce girişim şirketinin kendisiyle birlikte TTK m. 549 uyarınca “düzenleyenler” kapsamında değerlendirilmelidirler. TTK m. 549 kapsamında ilgili belgeleri düzenleyenlerin sorumluluğu kusursuz sorumluluk olarak belirlendiğinden,<sup>458</sup> bilgi formunun hazırlanma sürecinde rol oynayan yönetim kurulu üyeleri (ve bu hazırlık sürecinde doğrudan görev alan üçüncü kişiler), bilgi formundaki bilgilerin yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanması bulunmasından ve diğer kanuna aykırılıklardan doğan zararlardan kusurları bulunmasa dahi sorumlu olacaklardır.

Herhangi bir delegasyon olmadığı takdirde ise, kanaatimizce tüm yönetim kurulu üyeleri, TTK m. 549 uyarınca “düzenleyenler” kapsamında değerlendirilmeli ve bilgi formundan kusursuz sorumlu tutulmalıdırlar.

Bu hüküm kapsamında girişim şirketinin paylarını iktisap eden yatırımcılar, bilgi formundaki aykırılıktan ötürü, kendi zararlarının tazmini için ilgili yönetim kurulu üyelerine dava açabileceklerdir.<sup>459</sup>

---

<sup>458</sup> Bkz. yukarıda Dipnot 455.

<sup>459</sup> Hükmün gerekçesinde “zarar görenler”in aktif dava ehliyetine sahip olduğu, somut olayda pay sahibi veya menkul değerleri alanların bu kapsama girebileceği belirtilmiştir, bkz. TTK m. 549’un gerekçesi, <http://www.ticaretkanunu.net/turk-ticaret-kanunu-madde-gerekceleri-ikinci-kitap-ticaret-sirketlerimadde-124-644/>, aynı yönde bkz. *Pulaşlı*, sf. 2028; *Bozkurt, Şirketler*, sf. 486.

### 3.3.3.2.3. Girişim Şirketi Yönetim Kurulu Üyeleri ile Girişimcinin Kusura Dayalı Sorumluluğu

Öncelikle, girişim şirketi yönetim kurulu üyelerinin yatırımcının doğrudan zararından sorumluluğu anlatılacaktır:

Bilgi formunun hazırlanması işi, girişim şirketinin yönetim kurulu tarafından TTK m. 367 uyarınca bazı yönetim kurulu üyelerine delege edildiği veya bilgi formunun hazırlanması için TTK m. 366(2) uyarınca yönetim kurulu bünyesinde kurulacak bir komite görevlendirildiği takdirde; kanaatimizce, kendisine delegasyon yapılmayan veya ilgili komiteye dahil olmayan ve fakat son aşamada hazırlanan bilgi formunu onaylayan yönetim kurulu kararında olumlu oy kullanan yönetim kurulu üyeleri, TTK m. 549 kapsamında “katılanlar” kapsamında değerlendirilmelidirler. TTK m. 549 kapsamında ilgili belgelerin hazırlanmasına katılanların sorumluluğu kusura dayalı olarak düzenlendiğinden, bu yönetim kurulu üyeleri bilgi formundaki bilgilerin yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından ve diğer kanuna aykırılıklardan doğan zararlardan kusurları oranında sorumlu olacaklardır.<sup>460</sup> Bu hüküm kapsamında girişim şirketinin paylarını iktisap eden yatırımcılar, yukarıda açıklandığı üzere, bilgi formundaki aykırılıktan ötürü, kendi zararlarının tazmini için ilgili yönetim kurulu üyelerine dava açabileceklerdir.<sup>461</sup>

Yönetim kurulu üyelerinin, şirkete verilen zarardan ötürü yatırımcının dolayısıyla zararından sorumluluğuna gelecek olursak; Tebliğ m. 23 hükmü, Tebliğ’de girişim şirketleri için öngörülen yükümlülüklerden girişim şirketinin yönetim kurulu üyelerinin sorumlu olacağını düzenlemiştir. Bu kapsamda, Tebliğ’de belirtilen niteliklere uygun şekilde bilgi formunun hazırlanmasından girişim şirketinin yönetim kurulu üyeleri sorumludur. Dolayısıyla, yönetim kurulu üyelerinin bilgi formunun düzenlenmesine ilişkin olarak yükümlülüklerini SePK ve Tebliğ hükümlerinin

---

<sup>460</sup> Yönetim kurulu üyelerinin “katılanlar” kapsamında sayılabileceği konusunda bkz. *Akdağ Güney*, sf. 412.

<sup>461</sup> Bkz. yukarıda Dipnot 459.

gereklere uygun şekilde yerine getirmemesi, TTK m. 553 anlamında yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu doğuracaktır. Bu çerçevede yatırımcıların, aşağıda açıklanacağı üzere iki farklı dayanak üzerinden yönetim kurulu üyelerine başvurması söz konusu olabilir.

İlk olarak yatırımcının, pay sahibi sıfatıyla, şirketin zarara uğramasından ötürü zararının şirkete ödenmesini talep etme imkanını değerlendirirsek; bilgi formundaki hukuka aykırılıktan ötürü girişim şirketinin yatırımcılara yapmak zorunda kaldığı ödemeler nedeniyle katlandığı zarar, girişim şirketinin pay sahipleri açısından dolayısıyla zarar teşkil edecektir. Girişim şirketinin pay sahipleri, söz konusu zararın, şirkete yapılacak bir ödemeye tazminini TTK m. 555 çerçevesinde yönetim kurulu üyelerinden talep edebilirler.<sup>462</sup> Aynı hükme dayanarak pay sahipleri bilgi formundaki hukuka aykırılığın şirketin değerinde yarattığı azalmanın da yönetim kurulu üyeleri tarafından şirkete ödenmesini talep edebilirler.<sup>463</sup>

İkinci durumda bilgi formundaki hukuka aykırılıktan ötürü şahsî zararını girişim şirketinden talep eden yatırımcılar, şirketin iflası hâlinde, bu kez alacaklı sıfatıyla, bilgi formundaki hukuka aykırılığın şirket nezdinde yarattığı zararın tazmini için TTK m. 556 çerçevesinde yönetim kurulu üyeleri tarafından şirkete ödeme yapılmasını talep edebilirler.<sup>464</sup>

---

<sup>462</sup> İzahnameden doğan sorumluluğa ilişkin olarak ihraççının ödediği tazminatların şirketin zararı olarak nitelendirilerek tazmininin yönetim kurulu üyelerinden talep edileceği yönünde bkz. *Manavgat, Halka Arz*, sf. 238.

<sup>463</sup> TTK m. 555 çerçevesinde pay sahiplerinin, şirketin zararının, şirkete ödenmesini talep edebilecekleri yönünde bkz. *Kendigelen*, sf. 462; *Bahtiyar*, sf. 408-410; *Dinç*, sf. 147.

<sup>464</sup> TTK m. 556 çerçevesinde şirket alacaklılarının şirketin zararının, şirkete ödenmesini talep edebilecekleri, bunun ön şartının ise talebin öncelikle iflas idaresince ileri sürülmüş olması gerektiği konusunda bkz. *Kendigelen*, sf. 463-464; *Bahtiyar*, sf. 408-410; *Dinç*, sf. 147

Her iki durumda da yönetim kurulu üyeleri TTK m. 557’de öngörülen farklılaştırılmış teselsül ilkesi gereğince, zararın şahsen kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olacaklardır.<sup>465,466</sup>

Yönetim kurulu üyelerinin, şirkete verilen zarardan ötürü yatırımcının dolayısıyla zararından sorumluluğuna ilişkin yukarıdaki açıklamalarımız, kurucu sıfatıyla girişimcinin sorumluluğu açısından da geçerlidir.<sup>467</sup>

Öte yandan, SePK m. 10(1) düzenlemesinden farklı olarak, SePK m. 35/A(6) hükmünde, yatırımcılarının zararlarının tazmini konusunda yönetim kurulu üyelerine doğrudan başvurabilmeleri konusunda bir düzenleme olmadığı için yatırımcılar, kanaatimizce, şahsi zararları için bu hükme dayanarak doğrudan yönetim kurulu üyelerine başvuramamalıdır. Aynı şekilde, bilgi formunun, kendilerinin pay sahibi olmadığı bir dönemde hazırlanmış olmasından ötürü yatırımcılar, kanaatimizce, bilgi formundan doğan şahsi zararları için TTK m. 553 kapsamında da doğrudan yönetim kurulu üyelerine başvuramamalıdır. Ancak birçok durumda, TTK m. 549’da sayılan hukuka aykırılıklardan (bilgilerin yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından) dolayı TTK m. 549 kapsamında yatırımcılar doğrudan yönetim kurulu üyelerine başvurabileceklerinden, SePK m. 35/A(6) hükmü kapsamına girip TTK m. 549 kapsamına girmeyen bir durumdan ötürü yatırımcıların doğrudan yönetim kurulu üyelerine başvuramaması hâli oldukça sınırlı durumlarda gerçekleşebilecektir. Böyle bir duruma örnek olarak, yönetim kurulu üyelerinin ihmali nedeniyle bilgi formunda eksik veya yanıltıcı bilgi yer alması verilebilir zira TTK m. 549’da öngörülen hukuka aykırılıkları gösteren “hileli”, “sahte”, “gerçeğin saklanmış bulunması” gibi ifadeler, kanaatimizce, eksik veya yanıltıcı bilginin TTK m. 549

---

<sup>465</sup> Farklılaştırılmış teselsül ilkesinin alacaklı ile borçlular arasındaki ilişki bakımından etkisi hakkında ayrıntılı açıklamalar için bkz. *Yörдем*, sf. 126-138; *Pazarbaşı*, sf. 76-80.

<sup>466</sup> Yönetim kurulu üyelerinin kusurunu ispat yükü açısından farklı görüşler için bkz. *Kendigelen*, sf. 459-460; *Kayar/Özatlan* sf. 25-26.

<sup>467</sup> Girişimcinin kusursuz sorumluluğuna ilişkin açıklamalarımız yukarıda 3.3.3.2.1 Girişim Şirketinin ve Girişimcinin Kusursuz Sorumluluğu başlığında yer almaktadır.

kapsamında değerlendirilmesi için failin kastının arandığı şeklinde yorumlanmalıdır.<sup>468</sup>

### **3.3.3.3. Bilgi Formu Dışındaki Bilgilendirme Yükümlülüklerinden Sorumluluk**

Bilgi formu dışındaki bilgilendirme yükümlülüklerine<sup>469</sup> aykırılık hâlinde ise, girişim şirketinin sorumluluğu kanaatimizce SePK m. 32 hükmünün kıyasen uygulanması yoluyla kusura dayalı şekilde tespit edilebilecektir. Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin olarak ise bilgi formundan sorumluluğa ilişkin yapılan açıklamalar, girişim şirketinin bilgi formu dışındaki diğer bilgilendirme yükümlülükleri için de uygulanabilecektir.

### **3.3.3.4. Pay Sahipliği İlişkisi ve Fonların Kullanımından Sorumluluk**

Kampanya süreci tamamlanıp sermaye artırımı ile yatırımcılar, girişim şirketine pay sahibi olduktan sonra, girişim şirketi ile yatırımcılar arasındaki ilişki, bir şirketin kendi pay sahipleri ile arasındaki ilişki olacak; pay sahipleri, pay sahipliği oranları<sup>470</sup> ve paylarına tanınan imtiyazlar<sup>471</sup> ile oydan yoksunluk<sup>472</sup> gibi durumlara göre

---

<sup>468</sup> TTK m. 549'da sayılan eylemlerin genel olarak "ağır kusur hatta kast içeren fiiller" olduğu görüşünde bkz. *Çamoğlu (Poroy/Tekinalp)*, No. 593.

<sup>469</sup> Bkz. yukarıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

<sup>470</sup> Tüm anonim şirket pay sahiplerinin sahip olduğu genel pay sahipliği haklarının yanı sıra, sermayeyi temsil eden payların belirli bir oranından fazlasına sahip olan pay sahiplerine, TTK kapsamında genel kurulun toplantıya çağrılmasını talep, nama yazılı pay senetlerinin basılmasını talep gibi bazı ek haklar tanınmıştır. Pay sahipliği oranına göre pay sahiplerine tanınan haklara ilişkin detaylı bilgi için bkz. *Bahtiyar*, sf. 312-318; *Ayhan/Çağlar/Özdamar*, sf. 429-431; *Kayıhan*, sf. 250-253.

<sup>471</sup> Girişim şirketi paylarına imtiyaz tanınmasına ilişkin açıklamalarımız için bkz. yukarıda 3.2.1.1.2. Yatırılan Fonların Girişim Şirketine Aktarımı ve Girişim Şirketi Paylarına İlişkin Esaslar.

<sup>472</sup> Oydan yoksun pay konusundaki değerlendirmelerimiz için bkz. yukarıda 3.2.1.1.2. Yatırılan Fonların Girişim Şirketine Aktarımı ve Girişim Şirketi Paylarına İlişkin Esaslar.

değişebilecek şekilde, TTK kapsamında anonim şirket pay sahipleri için öngörülen hakları kullanacaklardır.<sup>473,474</sup>

Girişim şirketi ile pay sahipleri arasındaki ilişkide özellik gösteren bir durum, girişim şirketinin, kampanya süresince toplanmış ve sermayesine dahil etmiş olduğu fonları, bilgi formunda ilan edilen amaca uygun kullanıp kullanmadığının değerlendirilmesi hususunda olacaktır.

Yukarıda açıkladığımız üzere,<sup>475</sup> girişim şirketinin, toplanan fonları bilgi formunda ilan edilen amaca uygun kullanıp kullanmadığı konusunda belirli periyotlarda özel amaçlı denetim raporu hazırlanacaktır. Tebliğ m. 20(7) hükmünde, fonların ilan edilen amaca uygun kullanılmasının girişim şirketinin yönetim kurulunun sorumluluğunda olduğu düzenlenmiştir.

Fonların ilan edilen amaca uygun kullanılmaması durumunda yönetim kurulu üyelerinin kanaatimizce TTK m. 553 uyarınca sorumluluğu doğacaktır. Fonların ilan edilen amaca uygun kullanılmaması öncelikle girişim şirketi nezdinde zarara yol açabilecektir. Eğer girişim şirketinin fonların ilan edilen amaca uygun kullanılmamasından ötürü zararı oluşur ise, pay sahibinin de bu durumda dolaylı zararı oluşacaktır.<sup>476</sup> Bu durumda pay sahipleri TTK m. 555 çerçevesinde şirketin zararının, şirkete ödenmesini yönetim kurulu üyelerinden talep edebileceklerdir.<sup>477</sup> Yönetim

---

<sup>473</sup> Anonim şirket pay sahiplerinin genel olarak, TTK kapsamında, kâr payı, tasfiye pay hakkı, rüçhan hakkı gibi mali; genel kurul toplantısına katılma, oy kullanma, bilgi alma gibi kişisel hakları bulunmaktadır. Anonim şirket pay sahiplerinin genel olarak sahip oldukları haklara ilişkin detaylı bilgi için bkz. *Bahtiyar*, sf. 299-312; *Ayhan/Çağlar/Özdamar*, sf. 431-441; *Kayıhan*, sf. 245-249.

<sup>474</sup> Girişim şirketinin genel kurul toplantılarına SePK m. 35/A(2) hükmü gereğince, halka açık anonim şirketlerin genel kurul toplantılarına ilişkin esasları düzenleyen SePK m. 29 hükümleri ile genel kurul toplantısına katılım ve oy kullanımını düzenleyen SePK m. 30(2) ile m. 30(5) hükümleri kıyasen uygulanacaktır. Halka açık anonim şirketlerinin genel kurul toplantıları, genel kurul toplantılarının oy kullanma düzenlemeleri ve karar nisaplarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. *Memiş/Turan*, sf. 100-107; *Manavgat, Halka Arz*, sf. 136-147; *Adıgüzel*, sf. 93-100.

<sup>475</sup> Bkz. yukarıda 3.2.1.1.3. Bilgilendirme Yükümlülükleri.

<sup>476</sup> Pay sahibinin doğrudan zararı, rüçhan hakkının veya kâr payı hakkının ihlali gibi ortaklıktan bağımsız olarak uğradığı zarardır, bkz. *Bahtiyar*, sf. 409.

<sup>477</sup> TTK m. 555 çerçevesinde pay sahiplerinin, şirketin zararının, şirkete ödenmesini talep edebilecekleri yönünde bkz. *Kendigelen*, sf. 462; *Bahtiyar*, sf. 408-410; *Dinç* sf. 147.

kurulu üyelerinin tazminat sorumluluğu TTK m. 557’de öngörülen farklılaştırılmış teselsül ilkesi gereğince, zararın şahsen kendilerine yükletilebildiği ölçüde belirlenecektir.<sup>478,479</sup>

Bu davada zarar hesaplanırken, fonların ilan edilen amaca uygun kullanılmış olması hâlinde şirketin hipotetik değerinin ne olacağına saptanması, özellikle ilan edilen amacın girişim şirketlerinde çoğu zaman inovatif ve başarı ihtimali belirsiz amaçlar olacağı öngörüldüğünde, oldukça güçtür. Dolayısıyla çoğu zaman ispat edilebilen zarar, şirketin fonlar kullanılmadan önceki malvarlığı üzerinden hesaplanacak değeri ile fonların ilan edilen amaca uygun kullanılmaması sonucundaki malvarlığı üzerinden hesaplanacak değeri arasındaki farktan ibaret olacaktır.

Son olarak belirtmek gerekir ki, fonların ilan edilen amaca uygun kullanılmaması, TCK kapsamında suç (örneğin, TCK m. 157 ve TCK m. 158(1)(h) hükmü çerçevesinde dolandırıcılık/nitelikli dolandırıcılık) teşkil edebilecektir. Dolayısıyla, bağımsız denetim kuruluşu tarafından, fonların ilan edilen amaca uygun kullanılmadığı tespit edildiği takdirde, bu durum bağımsız denetim kuruluşu tarafından derhâl SPK’ya bildirilmelidir [Tebliğ m. 20(6)]. Bu durumda SPK, suç ihbarında bulunabilecektir [Tebliğ m. 20(8)].

---

<sup>478</sup> Farklılaştırılmış teselsül ilkesinin alacaklı ile borçlular arasındaki ilişki bakımından etkisi hakkında ayrıntılı açıklamalar için bkz. *Yörдем*, sf. 126-138; *Pazarbaşı*, sf. 76-80.

<sup>479</sup> Yönetim kurulu üyelerinin kusurunu ispat yükü açısından farklı görüşler için bkz. *Kendigelen*, sf. 459-460; *Kayar/Özatlan* sf. 25-26.

## SONUÇ

Tez çalışmamızda kitle fonlaması yönteminin amaçları ortaya konulmuş ve paya dayalı kitle fonlamasının, ABD hukukunda ve Türk hukukundaki yeri ve tâbi olduğu düzenlemeler değerlendirilmiştir.

Kitle fonlaması düzenlemelerinin amacının saptanmasına yönelik olarak ekonomi ve işletme alanındaki literatüre de atıflarla disiplinler arası bir yöntem benimsenmiş; kitle fonlamasının ABD’de tâbi olduğu düzenlemeler ile Türk hukukunda tâbi olduğu düzenlemeler karşılaştırmalı hukuk çerçevesinde açıklanmıştır.

Kitle fonlamasının ekonomik işlevi, geleneksel finansman yöntemlerine erişemeyen, faaliyetinin henüz başındaki şirketler için, finansmana ulaşmayı kolaylaştırmak iken, söz konusu şirketlere yapılacak yatırımlar, halka açık şirketlere yapılacak yatırımlara kıyasen çok daha önemli riskler taşımaktadır. Dolayısıyla, paya dayalı kitle fonlamasını düzenleyen hükümlerin işlevi, söz konusu finansman kolaylığını sağlarken, yatırımcıların da korunacağı önlemlerin düzenlenmesi suretiyle bu iki menfaat arasında bir denge kurulması olmalıdır.

Hem ABD hukukunda hem Türk hukukunda paya dayalı kitle fonlaması, sermaye piyasası mevzuatının menkul kıymet ihracına ilişkin birtakım yükümlülüklerinin istisnası olarak düzenlenmiştir. Yine her iki hukuk düzeninde kitle fonlaması yoluyla fon sağlayan şirketler, halka açık şirketlere ilişkin düzenlemelerin uygulama alanı dışında tutulmuştur. Türk hukukunda, girişim şirketlerinin halka açık şirket statüsü dışında tutulmasına ilişkin bu istisnanın, ABD hukukuna benzer şekilde sınırlandırılmasını önermekteyiz.

Her iki hukuk düzeninde, kitle fonlaması yoluyla toplanabilecek fon tutarına yıllık sınırlar getirilmesi öngörülmüş; yatırımcıların kitle fonlaması kampanyalarına yapabilecekleri yıllık yatırım tutarı da sınırlandırılmıştır. Her iki düzenleme, yatırımcıların korunması amacına yönelik olarak işlevseldir. Türk hukukunda yıllık

toplanabilecek fon tutarının üst sınırı belirlenirken, fonlama sürecinin maaliyetlerinin dikkate alınmasını önermekteyiz. Zira kitle fonlamasının ekonomik amacına ulaşabilmesi için, masraflardan geriye kalan tutarın, yeni kurulmuş ve henüz gelişiminin başında olan şirketlere fon toplamak konusunda kolaylık sağlayabilecek seviyede olması gereklidir.

Her iki hukuk düzeninde de, girişim şirketlerinin yatırımcıların korunmasına yönelik en temel yükümlülüklerinden birinin bilgilendirmeye yönelik yükümlülükler olduğu görülmektedir. Türk hukukunda bilgi formunun kapsamı SPK tarafından belirlenirken, kanaatimizce, ABD hukukunda Form C'nin kapsamının genişliğinin yarattığı maliyetler konusundaki eleştiriler, kitle fonlamasının faaliyetinin henüz başında olan şirketler için finansman kolaylığı sağlanması yönündeki amacı ve aşırı bilginin ortalama yatırımcı tarafından değerlendirilmesinin güçlükleri dikkate alınmalıdır. Bu anlamda, Türk hukukunda bilgi formunun izahnameye göre daha dar kapsamda olmasının; bilgi formuna ilişkin olarak girişim şirketinin faaliyet konusu, üretimini planladığı ürünler, kaynaklarının yeterliliği, faaliyetine ilişkin olarak öngörülen riskler ve yatırımcıların şirket ortağı olarak karşılaşılabilecekleri risklerin, sade bir dille, özet şekilde açıklanacağı bir standart belirlenmesinin amaca uygun olacağı kanaatindeyiz.

Her iki hukuk düzeninde de, bir kitle fonlaması kampanyasının gerçekleştirilmesi konusunda karar veren, kitle fonlamasına aracılık yapan kuruluşlardır. Bu anlamda Tebliğ çerçevesinde platformların, bilgi formunu uyarlayarak kampanya sürecini başlatma işlevi, SPK'nın izahname onaylamasına ilişkin işlevine benzetilebilir. Kampanya sürecinin işlenmesi, kitle fonlaması yönteminin dolandırıcılık amacıyla kullanılmaması hususlarında, kitle fonlaması araçlarına sorumluluk yüklenmektedir. Tebliğ'de platformların dolandırıcılığın önlenmesi konusundaki yükümlülükleri detaylı olarak düzenlenmemiş olsa da platformların yatırımcılar nezdindeki güvenilirliklerini korumak yönündeki menfaatlerinin, dolandırıcılığın önlenmesi konusunda tedbirler almalarını sağlayacağı beklenecektir. Bir diğer deyişle, kitle fonlaması piyasasının güvenilirliğini sağlama işlevi platformlara yüklenmiştir.

Bu işlevi sağlayacak olan platformların; ortakları, yönetim kurulu üyeleri, yatırım komitesi üyelerinin nitelikleri konusunda Tebliğ'de detaylı düzenlemeler yer almaktadır. Ortaklar açısından bu düzenlemelere uyumun sağlanması için, platform esas sözleşmelerinde bağlam düzenlemelerine yer verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

Platform-girişim şirketi ilişkisi ile platform-yatırımcı ilişkisinde, tarafların yükümlülükleri büyük oranda Tebliğ ile düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerden hareketle ilk ilişkinin *sui generis* bir iş görme sözleşmesi, ikinci ilişkinin ise bir vekâlet sözleşmesi teşkil ettiği kanaatindeyiz. Öte yandan, kampanyanın tamamlanmasıyla, yatırımcı ile girişim şirketi arasında bir pay sahipliği ilişkisi kurulacaktır. Kampanya sürecinde yatırımcıların girişim şirketi hakkında temel bilgilere eriştikleri bilgi formundan ve kampanyanın tamamlanmasından sonra toplanmış olan fonların kullanımından girişim şirketi ile girişim şirketinin yönetim kurulu üyelerinin çeşitli gerekçelerle ve farklı düzeylerde sorumlulukları doğabilecektir.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

- Adıgüzel* : Burak Adıgüzel, Sermaye Piyasası Hukuku, 3. Bası, Ankara, Ekim 2019
- Akdağ Güney* : Necla Akdağ Güney, Anonim Şirket Yönetim Kurulu, 2. Bası, İstanbul, Nisan 2016
- Akın* : Murat Yusuf Akın, Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler, 1. Bası'dan Tıpkı Bası, İstanbul, 2014
- Aydoğdu/Kahveci* : Murat Aydoğdu/Nalan Kahveci, Türk Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Sözleşmeler Hukuku, 4. Bası, Ankara, Ekim 2019
- Ayhan/Çağlar/Özdamar* : Rıza Ayhan/Hayrettin Çağlar/Mehmet Özdamar, Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 2. Bası, Ankara, 2020
- Ayoğlu, Halka Arz* : Tolga Ayoğlu, Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul, Ekim 2008
- Bahtiyar* : Mehmet Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, 14. Bası, İstanbul, Şubat 2020
- Bozkurt, Bağlam* : Tamer Bozkurt, Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam), *Die Vinkulierung*, İstanbul, Haziran 2016
- Bozkurt, Şirketler* : Tamer Bozkurt, Şirketler Hukuku, 11. Bası, Ankara, Şubat 2020
- Choi/Pritchard* : Stephen J. Choi/A.C. Pritchard, Securities Regulation: Cases and Analysis, 4<sup>th</sup> Edition, 2015
- Coffee/Sale/Henderson* : John C. Coffee, Jr./Hillary A. Sale/M. Todd Henderson, Securities Regulation Cases and Materials, 13<sup>th</sup> Edition, Haziran 2015

- Çetin/Töremiş/Cantimur* : Nusret Çetin/Hatice Ebru Töremiş/Zeynep Cantimur, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistemantik Analizi, Ankara, 2014
- Demirbaş* : Timur Demirbaş, Ceza Hukuku Genel Hükümler, 14. Bası, Ankara, Eylül 2019
- Demirkan* : Senem Demirkan, Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumlulukları Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamında Örnekli, İstanbul, Aralık 2016
- Dinç* : Serhan Dinç, Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 2. Bası, Ankara, Mayıs 2018
- Dülger* : Murat Volkan Dülger, Kişisel Verilen Korunması Hukuku, 2. Bası, İstanbul, 2019
- Eriş* : Gönen Eriş, Açıklamalı-İçtihatlı Ticari İşletme ve Şirketler, 3. Bası, Mayıs 2017
- Gözüyeşil* : Fevzi Fırat Gözüyeşil, Sermaye Piyasası Hukukunda İzahnameden Doğan Sorumluluk, 2. Bası, Ankara, 2020.
- İnceoğlu* : Mehmet Murat İnceoğlu, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara, Ocak 2004
- İslamoğlu* : Gülşah İslamoğlu, Sermaye Piyasası Hukukunda İzahname Sorumluluğu, Ankara, 2019
- Kayıhan* : Şaban Kayıhan, Şirketler Hukuku, 3. Bası, Ankara, Ağustos 2019
- Kendigelen* : Abuzer Kendigelen, Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 3. Bası, Kasım, İstanbul, 2016
- Kılıçoğlu, Genel* : Ahmet M. Kılıçoğlu, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 23. Bası, Ankara, Eylül 2019

- Kılıçoğlu, Özel* : Ahmet M. Kılıçoğlu, Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Ankara, Eylül 2019
- Küçükgüngör* : Aslı Küçükgüngör, Sermaye Piyasası Hukukunda Erken Aşama Girişimlerin Paya Dayalı Kitle Fonlaması Yoluyla Finansmanı, Ankara, 2020
- Manavgat, Aracı Kurumlar* : Çağlar Manavgat, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara, Nisan 1991
- Manavgat, Halka Arz* : Çağlar Manavgat, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara, 2016
- Memiş/Turan* : Tekin Memiş/Gökçe Turan, Sermaye Piyasası Hukuku, 4. Bası, Ankara, Şubat 2019
- Pazarbaşı* : Gülşen Pazarbaşı, Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, Ankara, Haziran 2018
- Pulaşlı* : Hasan Pulaşlı, Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt 2, 2. Bası, Ankara, 2014.
- Somer* : Mehmet Somer, Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri, İstanbul, 1990
- Tandoğan, C. I/I* : Haluk Tandoğan, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Cilt I/1, 6. Bası, İstanbul, 2008
- Tandoğan, C. II* : Haluk Tandoğan, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Cilt II, 5. Bası, İstanbul, Temmuz 2010
- Tekinalp, Bağlam* : Ünal Tekinalp, Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları Pay Defteri Hukuku ile, İstanbul, Nisan 2012
- Tekinalp (Poroy/Çamoğlu) veya* : Reha Poroy/Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu, Ortaklıklar Hukuku I, 14. Bası, İstanbul, Şubat 2019

*Çamoğlu*

*(Poroy/Tekinalp)*

*Tekinalp, Ortaklıkları* : *Sermaye* : Ünal Tekinalp, Sermaye Ortaklarının Yeni Hukuku, 4. Bası, İstanbul, Ocak 2015

*Uzel* : Necdet Uzel, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa Göre Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, İstanbul, Nisan 2013

*Ünal* : Oğuz Kürşat Ünal, Aracı Kurumlar Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar, Ankara, 1997

*Yanlı, Aydınlatılması* : *Kamunun* : Veliye Yanlı, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul, Mart 2005

*Yasaman* : Hamdi Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul, 1992

*Yayla* : Yıldızhan Yayla, İdare Hukuku, 2. Bası, İstanbul, Eylül 2010

*Yördem* : Yılmaz Yördem, Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi, Ankara, Aralık 2017

*Zevkliler/Gökyayla* : Aydın Zevkliler/Emre Gökyayla, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 19. Bası, Ankara, Eylül 2019

## **MAKALELER**

*Agrawal/Catalini/Goldfarb* : Ajay K. Agrawal/Christian Catalini/Avi Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, Nber Working Paper Series, Working Paper No. 19133, Haziran 2013

- Akbulak* : Yavuz Akbulak, Paya Dayalı Kitle Fonlamasının Temelleri, Leges Hukuk Dergisi, Prof. Dr. Saim Üstündağ'a Vefa Andacı, Yıl: 10, Sayı: Özel Sayı, 2019, sf. 55-85
- Altay* : Anlam Altay, İsviçre Türk Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Esas Sözleşmesel Bağlam, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul 2019, sf. 563-637
- Armour/Enriques* : John Armour/Luca Enriques, The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts, European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law, Working Paper No. 366/2017, Eylül 2017
- Armour/Hansmann/Kraakman* : John Armour/Henry Hansmann/Reinier H. Kraakman, Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement, European Corporate Governance Institute Law Working Paper No. 135/2009, Temmuz 2009
- Atsan/Erdoğan* : Nuray Atsan/Eda Oruç Erdoğan, Girişimciler İçin Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlemel Fonlama (Crowdfunding), Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 10(1), Nisan 2015, sf. 297- 320
- Ayoğlu, İzahname* : Tolga Ayoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul 2019, sf. 639-650
- Baytemür* : Deniz Baytemür, Kitle Fonlaması Kavramı ve Hukuki Altyapısı, Banka ve Finans Hukuku Dergisi, Cilt No. 8, Sayı No. 31, 2019, sf. 595-634.
- Bowman* : Blair Bowman, A Comparative Analysis of Crowdfunding Regulation in the United States and Italy, Wisconsin International Law Journal, Vol. 33, No. 2, 2015, sf. 318-352

- Bradford, Columbia Business Law Review* : C. Steven Bradford, Crowdfunding and the Federal Securities Laws, *Columbia Business Law Review*, 2012, sf. 1-150
- Bradford, Florida State University Law Review* : C. Steven Bradford, Online Arbitration as a Remedy for Crowdfunding Fraud, *Florida State University Law Review*, Vol. 45:1169, 2018, sf. 1169-1214.
- Bradford, University of Cincinnati Law Review* : C. Steven Bradford, Shooting the Messenger: The Liability of Crowdfunding Intermediaries for the Fraud of Others, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 83, No. 2, 2014, sf. 371-412
- Clapp* : Sarah L. C. Clapp, The Beginnings of Subscription Publication, *Modern Philology* Vol. 29, No. 2, Kasım 1931, sf. 199-224
- Çatakoğlu* : Buket Çatakoğlu, Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk, *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı 11, Ocak 2016, sf. 118-132
- Çubukçu* : Ceren Çubukçu, Kitlemel Fonlama: Türkiye'deki Kitlemel Fonlama Platformları Üzerinden Bir Değerlendirme, *Girişimcilik ve İnovasyon Yönetimi Dergisi*, Cilt 6, Sayı 2, Aralık 2017, sf. 155-172
- Dorff* : Michael B. Dorff, The Siren Call of Equity Crowdfunding, *Journal of Corporation Law* vol. 39, Eylül 2013, sf. 493-524
- Girasa/Magaldi/Kraus* : Roy J. Girasa/Jessica A. Magaldi/Richard J. Kraus, Promoting a New Source of Liquidity for Small Businesses: An Examination of U.S. Regulation of Crowdfunding, *Ne. J. Legal Stud.*, Vol. 36, 2017, sf. 63-84
- Helvacı* : Mehmet Helvacı, Yönetim Kurulunun Anonim Şirketi İdare ve Temsili, Özellikle Devredilemez Görev ve Yetkileri, *Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt 9, Sayı 117-118, 2014, sf. 119-132.

- Heminway, Oklahoma Law Review* : Joan MacLeod Heminway, Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier, *Oklahoma Law Review*, Bo. 70, No. 1, 2017, sf. 189-213
- Heminway, Regulation of Crowdfunding* : Joan MacLeod Heminway, The Legal Regulation of U.S. Crowdfunding: An Organically Evolving Patchwork, The University of Tennessee Knoxville, College of Law, Legal Studies, Research Paper Series, Research Paper no. 335, Aralık 2017
- Hurt* : Christine Hurt, Pricing Disintermediation: Crowdfunding and Online Auction IPOs, *University of Illinois Law Review*, Vol. 2015, sf. 217-263
- Kayar/Özatlan* : İsmail Kayar/Yurdal Özatlan, Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluğu Davasında Kusur ve İspat, *Terazi Hukuk Dergisi*, Cilt 14, Özel Sayı, Mart 2019, sf. 17-30
- Kaytaz* : Ali İhsan Kaytaz, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanununa Göre Yatırımcı Tazmin Sistemi, *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, Prof. Dr. Cevdet Yavuz'a Armağan, Cilt 22, Sayı 3, 2016, sf. 1625-1648
- Kırbıyık* : Ömer Faruk Kırbıyık, Türk ve Amerikan Mevzuatında Kitleli Fonlama Düzenlemeleri, *Banka ve Finans Hukuku Dergisi*, Cilt 7, Sayı 26, 2018, sf. 303-312
- Manavgat, Kitle Fonlaması* : Çağlar Manavgat, Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul, 2019, sf. 765-786
- Murphy* : Thomas Murphy, Playing to a New Crowd: How Congress Could Break the Startup Status Quo By Raising the Cap On The Jobs Act's Crowdfunding Exemption, *Boston College Law Review*, Vol. 58:775, 2017, sf. 775-807
- Mutlu Uşaklı* : Senem Mutlu Uşaklı, Halka Arz Kavramı ve Halka Arzın Hukuki Niteliği, *İstanbul Barosu Dergisi*, Cilt 85, Sayı 6, Kasım 2011, sf. 159-171

- Neslund* : Kristofer Neslund, The United States' New Crowdfunding Rules: A Pandora's Box?, Singidunum University International Scientific Conference, Sinteza 2014, sf. 31-37
- Onur/Kalkan* : Mehmet Onur/Onur Kalkan, Kitle Fonlaması, Banka ve Finans Hukuku Dergisi, Sayı 23, 2017, sf. 717-753
- Öztürk* : M. Başaran Öztürk, Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem "Ekonomik Katma Değer", Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 18, Sayı 3-4, 2004, sf. 351-368.
- Seçkin/Üstün* : Sinan Seçkin/Gül Üstün, İdari İşlemlerde Takdir Yetkisi ve Gereke İlkesi, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, Prof. Dr. Mehmet Akif Aydın'a Armağan, Cilt 21, Sayı 2 Özel Sayı, 2015, sf. 509-533
- Teoman* : Ömer Teoman, Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Müzakerelere Katılma Yasağına (TTK 332) Aykırılığın Yaptırımı Nedir?, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi-BATİDER, Cilt 26, Sayı 4, Aralık 2010, sf. 5-14
- Won* : Jo Won, Jumpstart Regulation Crowdfunding: What Is Wrong and How to Fix It, Lewis & Clark Law Review, Vol. 22:4, 2018, sf. 1393-1429
- Yanlı, BATİDER, İşletme Konusu* : Veliye Yanlı, Anonim Şirketlerde "İşletme Konusu" Bağlamında Kefalet İşlemleri, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi-BATİDER, Cilt 34, Sayı 4, 2018, sf. 5-34
- Yanlı, BATİDER, Kitle Fonlaması* : Veliye Yanlı, Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi-BATİDER, Cilt 36, Sayı 1, 2020, sf. 31-54
- Yanlı, BATİDER, Yatırım Sözleşmesi* : Veliye Yanlı, Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi-BATİDER, Cilt 32, Sayı 3, 2016, sf. 5-36

- Yanlı/Okutan Nilsson* : Veliye Yanlı/Gül Okutan Nilsson, Anonim ve Limited Şirketlerde Sınırlı Yetkili Temsilci Tayini, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi-BATİDER, Cilt 30, Sayı 4, 2014, sf. 5-42
- Yüksel* : Sinan H. Yüksel, Sermaye Piyasası Hukukunda Kitle Fonlamasına İlişkin Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, Banka ve Finans Hukuku Dergisi, Cilt 8, Sayı 32, Prof. Dr. Ali Necip Ortan'a Armağan, 2019, sf. 1933-1960
- Zengin/Yüksel/Kartal* : Sinemis Zengin/ Serhat Yüksel/ Mustafa Tevfik Kartal, Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye'ye Faydaları, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi-BSPAD, Cilt:1, Sayı:2, 2017, sf. 22-32

## **YÜKSEK LİSANS TEZİ**

- Arı* : Zekeriyya Arı, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 1996

## **ONLINE KAYNAKLAR**

- 7061 sayılı Kanun gerekçesi : <https://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0884.pdf>
- Artistshare Platformu : <http://www.artistshare.com/about>  
<http://www.artistshare.com/home/newartists>
- Baracak Obama's Remarks on JOBS Act, 5 Nisan 2012 : <https://www.govinfo.gov/content/pkg/DCPD-201200249/pdf/DCPD-201200249.pdf>
- Circleup Platformu : <https://circleup.com/>

- Change.org : <https://www.change.org/>
- European Crowdfunding Network, Review of Crowdfunding Regulation 2017 Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel : [https://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN\\_Review\\_of\\_Crowdfunding\\_Regulation\\_2017.pdf](https://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf)
- Financial Conduct Authority, Consultation Paper CP 13-13* : <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp13-13.pdf>
- Financial Industry Regulatory Authority internet sites : <https://www.finra.org/registration-exams-ce/funding-portals/register-new>
- FINRA Letter of Acceptance, Waiver and Consent no. 2016051563901 : [https://www.finra.org/sites/default/files/fda\\_documents/2016051563901\\_FDA\\_JG411996.pdf](https://www.finra.org/sites/default/files/fda_documents/2016051563901_FDA_JG411996.pdf)
- Galkiewicz/Galkiewicz* : Dominika P. Galkiewicz/Michal Galkiewicz, Crowdfunding Monitor 2018: An Overview of European Projects Financed on Startnext and Kickstarter Platforms between 2010 and mid-2017  
<https://www.fh-kufstein.ac.at/eng/About-Us/Employees/Galkiewicz-Dominika>
- GoFundMe Platformu : <https://www.gofundme.com/questions>
- Indiegogo Platformu : <https://support.indiegogo.com/hc/en-us/articles/205138007-Choose-Your-Funding-Type-Can-I-Keep-My-Money->  
[https://www.indiegogo.com/about/terms?utm\\_source=learn&utm\\_medium=referral&utm\\_campaign=entrustandsafety&utm\\_content=bodylink#/indiegogosrole](https://www.indiegogo.com/about/terms?utm_source=learn&utm_medium=referral&utm_campaign=entrustandsafety&utm_content=bodylink#/indiegogosrole)

- infoDev* : infoDev (Information for Development Programme), Finance and Private Sector Development Department, Crowdfunding's Potential for the Developing World, 2013, Washington, DC: World Bank.  
[https://www.infodev.org/infodev-files/wb\\_crowdfundingreport-v12.pdf](https://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf)
- Kickstarter Platformu : <https://www.kickstarter.com/about?ref=global-footer#the-full-story>  
<https://www.kickstarter.com/discover/most-funded>  
[https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-time-awesome-smartwatch-no-compromises?ref=discovery\\_most\\_funded](https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-time-awesome-smartwatch-no-compromises?ref=discovery_most_funded)  
<https://www.kickstarter.com/rules?ref=global-footer>  
[https://www.kickstarter.com/help/handbook/getting\\_started?ref=handbook\\_hello](https://www.kickstarter.com/help/handbook/getting_started?ref=handbook_hello)  
[https://www.kickstarter.com/help/handbook/funding?ref=handbook\\_rewards](https://www.kickstarter.com/help/handbook/funding?ref=handbook_rewards)
- Kiva Platformu : <https://www.kiva.org/about/how>  
<https://www.kiva.org/about>
- Knight* : Thaya Brook Knight, A Walk Through the JOBS Act of 2012: Deregulation in the Wake of Financial Crisis, <https://www.cato.org/publications/policy-analysis/walk-through-jobs-act-2012-deregulation-wake-financial-crisis>
- MKK'nın internet sitesi, Genel Mektup ve Duyurular Sekmesi, 24 Mart 2020 tarihli duyuru : <https://www.mkk.com.tr/tr/news/Haber-ve-Gelismeler/Kitle-Fonlamasi-Sistemi-calismalarimizda-son-asamaya-gelindi->
- Onur/Değirmenci* : Mediha Nur Onur/Öznur Değirmenci, Crowdfunding – Kitle Fonlaması, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Çalışma Raporları, Sayı 2015-7, Haziran 2015, <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Crowdfunding-%E2%80%93-Kitle-Fonlamas%C4%B1.pdf>

- Oxford Online Sözlüğü : <https://en.oxforddictionaries.com/definition/crowdfunding>
- Özel Durumlar Rehberi : 10 Şubat 2017 tarihli SPK Özel Durumlar Rehberi, <https://www.kap.org.tr/project/KAP/file/content/KAP%20Hakk%C4%B1nda%2F%C4%B0lgili%20Mevzuat%20ve%20D%C3%BCzenlemeler%2FTebli%C4%9Fler%2F%C3%96zel%20Durumlar%20Rehberi>
- SEC'nin internet sitesinin "faaliyetlerimiz" sayfası : <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#intro>
- SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974; 34-76324; File No. S7-09-13, Supplementary Information : <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>
- SEC Basın Duyurusu : <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html>
- SEC'nin 10 Mayıs 2017 tarihli Kitle Fonlaması Yatırımcı Bilgilendirme Güncellemesi : <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletin-crowdfunding-investors>
- SEC Personelinin SEC'ye Regulation Crowdfunding'e İlişkin 18 Haziran 2019 Tarihli Raporu : [https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019\\_0.pdf](https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019_0.pdf)
- SPK Kitle Fonlaması Basın Duyurusu : <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/20191003/0>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası internet sitesi "Ödeme Hizmeti ve Ödeme Sistemi" sayfası : <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Odeme+Sistemleri/Temel+Hususlar/Odeme+Hizmeti+ve+Odeme+Sistemi>

- P2P Market Data : P2P Market Data, Crowdfunding Statistics Worldwide: Volume by Country and Industry Trends, <https://p2pmarketdata.com/crowdfunding-statistics-worldwide/>
- SePK gerekçesi : <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>
- SPK Bülteni No. : <https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2018&no=42>
- SPK Bülteni No. : <https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2019&no=71>
- TTK m. 124-644 gerekçesi : <http://www.ticaretkanunu.net/turk-ticaret-kanunu-madde-gerekceleri-ikinci-kitap-ticaret-sirketlerimadde-124-644/>

## **KARARLAR**

SEC v. Koscot Interplanetary, Inc., 497 F.2d 473, 483 (5th Cir. 1974)

SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)

Tcherepnin v. Knight, 389 U.S. 332 (1967)

Yargıtay 11. Hukuk Dairesi, 15 Ekim 1984 tarih ve Esas No. 1984/4638, Karar no. 1984/4740