

**T.C.**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**ANONİM ŞİRKETLERDE**  
**KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN DOĞAN**  
**HUKUKİ SORUMLULUK**

**Doktora Tezi**

**Gökhan AYDOĞAN**

**Ankara, 2020**

**T.C.**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**ANONİM ŞİRKETLERDE**  
**KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN DOĞAN**  
**HUKUKİ SORUMLULUK**

**Doktora Tezi**

**Gökhan AYDOĞAN**

**Tez Danışmanı**  
**Prof. Dr. Korkut ÖZKORKUT**

**Ankara, 2020**

**T.C.**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**ANONİM ŞİRKETLERDE**  
**KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN DOĞAN**  
**HUKUKİ SORUMLULUK**

**Doktora Tezi**

**Tez Danışmanı : Prof. Dr. Korkut ÖZKORKUT**

**Tez Jüri Üyeleri**

**Adı ve Soyadı**

**İmza**

Prof. Dr. Korkut ÖZKORKUT (Danışman)

-

Prof. Dr. Celal GÖLE

-

Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ

-

Prof. Dr. Asuman TURANBOY

-

Prof. Dr. Feyzan H. ŞEHİRALİ ÇELİK

-

**Tez Savunması Tarihi**

**09.10.2020**

**T.C.**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,**

**Prof. Dr. Korkut ÖZKORKUT danışmanlığında hazırladığım “Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk (Ankara, 2020)” adlı doktora tezimdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu, başka kaynaklardan aldığım bilgileri metinde ve kaynakçada eksiksiz olarak gösterdiğimi, çalışma sürecinde bilimsel araştırma ve etik kuralllarına uygun olarak davrandığımı ve aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.**

**Tarih :**

**Gökhan AYDOĞAN**

## İÇİNDEKİLER

|                                                          |     |
|----------------------------------------------------------|-----|
| İÇİNDEKİLER.....                                         | I   |
| KISALTMALAR.....                                         | XII |
| GİRİŞ.....                                               | 1   |
| I- KONUNUN TAKDİMİ .....                                 | 1   |
| II- KONUNUN SINIRLANDIRILMASI, TEZ PLANI VE YÖNTEM ..... | 3   |

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KAMUYU AYDINLATMA ZORUNLULUĞUNA GENEL BAKIŞ

|                                                                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| I- ANONİM ŞİRKETLER HUKUKUNDA KAMUYU AYDINLATMA.....                                                                      | 5  |
| 1- Terminoloji Sorunu .....                                                                                               | 5  |
| 2- Kavrama Yönelik Olarak Öğretideki Görüşler .....                                                                       | 7  |
| 3- Türk Ticaret Kanununun Gerekçesindeki Yaklaşım .....                                                                   | 8  |
| 4- Değerlendirme.....                                                                                                     | 9  |
| II- KAMUYU AYDINLATMA İHTİYACI .....                                                                                      | 11 |
| III- KAMUYU AYDINLATMANIN “İLKE” HALİNE GELMESİ SÜRECİ....                                                                | 17 |
| IV- KAMUYU AYDINLATMANIN AVRUPA BİRLİĞİ HUKUKUNDA<br>DÜZENLENİŞİ.....                                                     | 22 |
| 1- Genel Çerçeve .....                                                                                                    | 22 |
| 2- İlgili Düzenlemeler.....                                                                                               | 26 |
| A- 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi ve 2017/1129/EU sayılı<br>İzahname Tüzüğü .....                                   | 26 |
| a- Mülga 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi .....                                                                       | 26 |
| b- 2017/1129 sayılı İzahname Tüzüğü .....                                                                                 | 27 |
| B- Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü.....                                                                                     | 29 |
| C- Şeffaflık Direktifi .....                                                                                              | 30 |
| 3- Değerlendirme.....                                                                                                     | 31 |
| V- KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN TÜRK HUKUKUNDAKİ<br>TARİHSEL GELİŞİMİ VE ANA HATLARIYLA YÜRÜRLÜKTEKİ<br>DÜZENLEMELER ..... | 32 |
| 1- Tarihsel Gelişim .....                                                                                                 | 32 |
| A- Cumhuriyet Öncesi Dönem .....                                                                                          | 32 |
| B- Cumhuriyet Sonrası Dönem .....                                                                                         | 34 |

|                                                               |           |
|---------------------------------------------------------------|-----------|
| 2- Yürürlükteki Düzenlemeler.....                             | 39        |
| A- 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu.....                       | 39        |
| B- 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu .....                  | 42        |
| C- SPK Tebliğleri ve İlke Kararları.....                      | 45        |
| <b>VI- KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN AMACI VE KAPSAMI .....</b> | <b>47</b> |
| 1- İlkenin Amacı.....                                         | 47        |
| 2- İlkenin Kapsamı .....                                      | 51        |
| <b>VII- KAMUYU AYDINLATMANIN SINIFLANDIRILMASI.....</b>       | <b>54</b> |
| 1- Şekli-Maddi Kamuyu Aydınlatma .....                        | 54        |
| 2- Birinci El-İkinci El Piyasada Kamuyu Aydınlatma .....      | 56        |
| 3- Zorunlu-İhtiyari Kamuyu Aydınlatma .....                   | 57        |
| 4- İhraçta-Sürekli Kamuyu Aydınlatma .....                    | 59        |
| <b>VIII- KAMUYU AYDINLATMANIN MUHATAPLARI.....</b>            | <b>61</b> |
| 1- Yatırımcılar .....                                         | 62        |
| A- Mevcut Yatırımcılar .....                                  | 62        |
| a- Pay Sahipleri.....                                         | 62        |
| b- Pay Dışındaki Sermaye Piyasası Araçlarının Sahipleri ..... | 63        |
| B- Potansiyel Yatırımcılar .....                              | 64        |
| 2- Mevcut ve Potansiyel Alacaklılar .....                     | 66        |
| 3- Mevcut ve Potansiyel Çalışanlar .....                      | 67        |
| 4- Devlet .....                                               | 68        |
| <b>IX- KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN İŞLEVLERİ VE</b>           |           |
| <b>ELEŞTİRİLEN YÖNLERİ .....</b>                              | <b>69</b> |
| 1- İşlevleri.....                                             | 69        |
| A- İşlevin Niteliği Açısından.....                            | 70        |
| a- Aydınlatıcı İşlevleri.....                                 | 70        |
| b- Caydırıcı İşlevleri.....                                   | 71        |
| c- Koruyucu İşlevleri.....                                    | 71        |
| B- Üzerinde Etki Doğurulan Kişiler Açısından.....             | 73        |
| a- Yatırımcılar.....                                          | 74        |
| b- İhraççılar.....                                            | 78        |
| c- Devlet .....                                               | 81        |
| 2- Eleştirilen Yönleri .....                                  | 83        |
| 3- Değerlendirme.....                                         | 86        |

|                                                                |           |
|----------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>X- KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ İLE BAĞLANTILI KONULAR.....</b> | <b>88</b> |
| 1- Yatırımcının Korunması İlkesi .....                         | 88        |
| 2- Pay Sahiplerinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı .....         | 91        |
| 3- Kurumsal Yönetim İlkeleri .....                             | 96        |
| 4- Ticari Sırrın Korunması .....                               | 100       |
| 5- Tüketicilerin Korunması Hukuku.....                         | 104       |
| 6- Satış Sözleşmesinde Bilgi Verme Yükümlülüğü .....           | 107       |
| 7- Sözleşmelerin Kurulmasında Yanılma ve Aldatma .....         | 109       |
| 8- Bilgi Suistimali Suçu.....                                  | 111       |
| 9- Bilgi Edinme Hakkı.....                                     | 114       |

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİ**

|                                                                                                           |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>I- “KAMUYU AYDINLATMA BELGESİ” KAVRAMI VE UNSURLARI .....</b>                                          | <b>117</b> |
| <b>II- BİRİNCİ VE İKİNCİ EL PİYASALAR YÖNÜNDEN KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNİN SINIFLANDIRILMASI .....</b> | <b>120</b> |
| <b>III- İZAHNAME.....</b>                                                                                 | <b>122</b> |
| 1- İzahname Kavramı .....                                                                                 | 122        |
| 2- İzahnamenin İşlevleri ve Hukuki Niteliği .....                                                         | 123        |
| 3- İzahnamenin Onayı ve Yayımı Zorunluluğunun Söz Konusu Olduğu Hâller ..                                 | 127        |
| A- Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı .....                                                          | 127        |
| B- Sermaye Piyasası Araçlarının Borsa’da İşlem Görmesi.....                                               | 130        |
| 4- İzahnamenin İçeriği ve Şekli.....                                                                      | 133        |
| 5- İzahnamenin Hazırlanmasında Görev ve Yetki .....                                                       | 136        |
| 6- Sermaye Piyasası Kurulu’nun İzahnameyi Onaylama Yetkisi .....                                          | 138        |
| A- Değerlendirme Kriterleri .....                                                                         | 139        |
| B- Değerlendirme Süresi .....                                                                             | 142        |
| C- SPK’nın Yetkisinin Niteliği.....                                                                       | 143        |
| 7- İzahnamenin Yayınlanması.....                                                                          | 144        |
| 8- İzahname Üzerinde Değişiklikler.....                                                                   | 147        |
| 9- İzahnamenin Geçerlilik Süresi .....                                                                    | 149        |

|                                                                                          |            |
|------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>IV- FİNANSAL RAPORLAR .....</b>                                                       | <b>152</b> |
| 1- Kavramsal Çerçeve .....                                                               | 152        |
| 2- Finansal Raporların Hazırlanmasında Uyulması Gereken Temel Kural ve Standartlar ..... | 155        |
| A- 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununun İlgili Düzenlemeleri.....                          | 156        |
| a- Genel Olarak.....                                                                     | 156        |
| b- Bir Üst Hukuk Kuralı Olarak “Dürüst Resim İlkesi” .....                               | 158        |
| B- 660 sayılı KHK ve KGK Düzenlemeleri .....                                             | 161        |
| C- SPK Düzenlemeleri .....                                                               | 163        |
| 3- Finansal Rapor Türleri .....                                                          | 165        |
| A- Finansal Tablolar .....                                                               | 165        |
| a- Finansal Durum Tablosu (Bilanço) .....                                                | 167        |
| b- Kapsamlı Gelir Tablosu .....                                                          | 168        |
| c- Nakit Akış Tablosu.....                                                               | 169        |
| d- Özkaynak Değişim Tablosu .....                                                        | 170        |
| B- Yönetim Kurulu Faaliyet Raporları .....                                               | 170        |
| C- Sorumluluk Beyanları.....                                                             | 173        |
| D- Konsolide Finansal Tablolar .....                                                     | 174        |
| 4- Finansal Raporların Yayınlanması .....                                                | 175        |
| A-Yıllık Finansal Raporların Yayınlanması.....                                           | 175        |
| B-Ara Dönem Finansal Raporlarının Yayınlanması .....                                     | 177        |
| 5- Finansal Raporların Hazırlanması ve Yayımında Görev ve Yetki.....                     | 179        |
| A- 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre .....                                          | 179        |
| B- Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre .....                                                | 180        |
| <b>V- ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARI.....</b>                                                   | <b>182</b> |
| 1- Kavramsal ve Yasal Çerçeve.....                                                       | 182        |
| 2- Özel Durum Açıklamaları Yapmakla Yükümlü Tutulanlar .....                             | 185        |
| A- Özel Durum Açıklaması Yapma Yükümlülüğü Olan Şirketler.....                           | 185        |
| B- Şirketlerin Özel Durum Açıklamalarını Yapma Yükümlülüğü Olan Kişiler .....            | 187        |
| 3- Özel Durum Açıklamalarına Konu Bilgiler .....                                         | 189        |
| A- İçsel Bilgiler .....                                                                  | 189        |
| a- İçsel Bilgi Kavramı ve Unsurları.....                                                 | 189        |
| aa- Türk Hukukundaki Düzenlemeler .....                                                  | 189        |



|                                                                                                                             |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| bb- AB'nin Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'nde Yer Alan Düzenlemeler<br>ve Türk Hukukuna Etkisi.....                          | 192        |
| b- İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler .....                                                                               | 195        |
| c- Olağan Dışı Fiyat ve Miktar Hareketleri .....                                                                            | 196        |
| d- Haber ve Söylentiler.....                                                                                                | 196        |
| e- Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler .....                                                                                  | 198        |
| B- Sürekli Bilgiler .....                                                                                                   | 199        |
| 4- Özel Durum Açıklamalarına Konu Bilgilerin Nitelikleri.....                                                               | 200        |
| 5- Özel Durum Açıklamalarının Yapılma Şekli .....                                                                           | 201        |
| 6- Özel Durum Açıklamalarının Yapılma Zamanı .....                                                                          | 202        |
| A- Genel Olarak.....                                                                                                        | 202        |
| B- Açıklamanın Ertelenmesi .....                                                                                            | 203        |
| <b>VI- DİĞER KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİ .....</b>                                                                          | <b>205</b> |
| 1- Borsada İşlem Görme Duyurusu .....                                                                                       | 206        |
| 2- Pay Alım Tekliflerinde Hazırlanan Bilgi Formu .....                                                                      | 207        |
| 3- Birleşme ve Bölünme İşlemlerinde Hazırlanacak Duyuru Metinleri.....                                                      | 212        |
| 4- Kanunda Açıkça Belirtilmemekle Birlikte Niteliği Gereği Kamuyu<br>Aydınlatma Belgesi Olarak Görülebilecek Belgeler ..... | 215        |
| A- İhraç Belgesi.....                                                                                                       | 215        |
| B- İhraçlarda Düzenlenen İzahname ve İhraç Belgesi Dışındaki<br>Aydınlatıcı Belgeler.....                                   | 219        |
| a- Türk Ticaret Kanununa Göre.....                                                                                          | 220        |
| b- Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre .....                                                                                   | 221        |
| aa- İlân ve Reklamlar.....                                                                                                  | 221        |
| bb- Duyuru Metni .....                                                                                                      | 223        |
| cc- Tasarruf Sahipleri Satış Duyurusu .....                                                                                 | 223        |
| dd- Sirküler, Arz Programı Sirküleri ve Arz Programı İzahnamesi .....                                                       | 224        |
| C- Denetim Raporu.....                                                                                                      | 226        |
| D- Derecelendirme Raporları .....                                                                                           | 231        |
| a- Kredi Derecelendirmesi Raporu .....                                                                                      | 232        |
| b- Kurumsal Yönetim Derecelendirme Raporu.....                                                                              | 234        |
| E- Değerleme Raporu .....                                                                                                   | 236        |
| F- Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu.....                                                                             | 238        |
| G- Paya Dayalı Kitle Fonlaması İşlemlerine İlişkin Bilgi Formu .....                                                        | 241        |

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**  
**KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN DOĞAN**  
**HUKUKİ SORUMLULUĞUN GENEL ÇERÇEVESİ**

|                                                                                |            |
|--------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>I- SORUMLULUĞUN ÖNGÖRÜLME NEDENLERİ .....</b>                               | <b>243</b> |
| 1- Hukuki Nedenler .....                                                       | 243        |
| A- Genel Olarak.....                                                           | 243        |
| B- Sorumluluğun Özel Hükümlere Tabi Kılınmasının Nedenleri.....                | 246        |
| 2- Ekonomik Nedenler.....                                                      | 248        |
| A- Genel Olarak.....                                                           | 248        |
| B- Etkin Sermaye Piyasası Teorisi .....                                        | 249        |
| <b>II- KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN DOĞAN HUKUKİ</b>                        |            |
| <b>SORUMLULUĞA İLİŞKİN DÜZENLEMELER.....</b>                                   | <b>251</b> |
| 1- Ulusal Düzenlemeler .....                                                   | 251        |
| A- Yasal Çerçeve.....                                                          | 251        |
| B- İzahnameden Doğan Sorumluluğun Diğer Kamuyu Aydınlatma                      |            |
| Belgelerinden Farklı Esaslara Tabi Kılınmasının Nedenleri .....                | 253        |
| C- İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk .....                                   | 256        |
| a- Sermaye Piyasası Mevzuatında .....                                          | 256        |
| b- Türk Ticaret Kanununda .....                                                | 260        |
| c- Değerlendirme .....                                                         | 261        |
| D- İzahname Dışındaki Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan                    |            |
| Hukuki Sorumluluk .....                                                        | 264        |
| 2- Yabancı Hukuk Sistemleri ve Avrupa Birliği Hukukunda Düzenlenme Şekli ..... | 266        |
| A- Amerika Birleşik Devletleri .....                                           | 267        |
| B- Avrupa Birliği Hukukunda Yer Alan Düzenlemeler .....                        | 271        |
| C- Almanya .....                                                               | 273        |
| D- İsviçre .....                                                               | 277        |
| <b>III- SORUMLULUĞUN HUKUKİ TEMELLERİ .....</b>                                | <b>279</b> |
| 1- Genel Olarak .....                                                          | 279        |
| 2- Özel Hukuk Kaynaklı Sorumluluk.....                                         | 281        |
| A- Sermaye Piyasasında Bilgiden Kaynaklanan Sorumluluğun                       |            |
| Hukuki Temeli.....                                                             | 281        |
| B- İzahname ve İhraç Belgesinden Doğan Sorumluluğun Hukuki Temeli .....        | 285        |

|                                                                    |            |
|--------------------------------------------------------------------|------------|
| 3- Kamu Hukuku Kaynaklı Sorumluluk.....                            | 289        |
| A- İdareye Karşı Sorumluluk .....                                  | 289        |
| a- Kanuna Aykırı İhraçlarda Uygulanacak Tedbir ve Yaptırımlar..... | 290        |
| b- Diğer İdari Tedbir ve Yaptırımlar .....                         | 291        |
| B- Cezai Sorumluluk .....                                          | 293        |
| <b>IV- ARABULUCUYA BAŞVURMA ZORUNLULUĞU .....</b>                  | <b>295</b> |
| <b>V- SORUMLULUK DÜZENLEMELERİNİN ETKİN ŞEKİLDE</b>                |            |
| <b>UYGULANMASININ ÖNÜNDEKİ BAZI FİİLİ VE HUKUKİ ENGELLER .</b>     | <b>296</b> |

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN DOĞAN HUKUKİ SORUMLULUK DAVASI**

|                                                                                |            |
|--------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>I- HUKUKİ SORUMLULUĞUN ŞARTLARI .....</b>                                   | <b>300</b> |
| 1- Fiil .....                                                                  | 301        |
| 2- Hukuka Aykırılık .....                                                      | 304        |
| A- Genel Olarak.....                                                           | 304        |
| B- Sorumluluğa Yol Açan Hâller .....                                           | 306        |
| a- Bilginin “Önemli” Nitelikte Olması Ön Koşulu .....                          | 308        |
| aa- Ön Koşulun Hukuki Dayanağı.....                                            | 308        |
| bb- Bilginin “Önemli” Olmasının Anlamı.....                                    | 309        |
| b- Yanlışlık .....                                                             | 314        |
| c- Yanıltıcılık.....                                                           | 316        |
| aa- Bilginin Gerekli Niteliklere Sahip Olmaması.....                           | 318        |
| bb- Aşırı Bilgi Yükleme .....                                                  | 321        |
| d- Eksiklik .....                                                              | 323        |
| aa- Belgenin Gerekli Bilgileri İçermemesi .....                                | 325        |
| bb- Belgenin Hiç Hazırlanmaması ve/veya Kamuya Sunulmaması.....                | 326        |
| cc- Belgenin Kamuya Açık Hâlde Bulundurulması Yükümlülüğüne<br>Uyulmaması..... | 327        |
| e- Birtakım Özel Durumlar .....                                                | 328        |
| aa- Zamanlama Sorunu .....                                                     | 328        |
| bb-Bilgileri Güncelleme Yükümlülüğünün İhlâli .....                            | 333        |

|                                                                                                       |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| cc- Geleceğe Yönelik Değerlendirmelerden Hukuki Sorumluluk.....                                       | 337 |
| aaa- Kavram.....                                                                                      | 337 |
| bbb- Hukuki Sorumluluk.....                                                                           | 339 |
| C- Hukuka Aykırılığın Tespitinde Esas Alınması Gereken Yatırımcı Düzeyi .                             | 342 |
| D- Hukuka Aykırılığın Değerlendirilme Zamanı .....                                                    | 345 |
| E- İzahname Özetinden Doğan Hukuki Sorumluluk.....                                                    | 346 |
| F- Kamuyu Aydınlatma Belgesinde Yer Alan Açıklamaların Bütününün<br>Dikkate Alınması Gerekliliği..... | 348 |
| 3- Kusur.....                                                                                         | 350 |
| A- Anlamı ve Türleri .....                                                                            | 350 |
| a- Kast.....                                                                                          | 351 |
| b- İhmal .....                                                                                        | 351 |
| c- Ağır İhmal-Hafif İhmal Ayrımı.....                                                                 | 354 |
| B- Kusurun Niteliğinin Belirlenmesi.....                                                              | 357 |
| a- Öğretide İleri Sürülen Görüşler .....                                                              | 357 |
| b- Değerlendirme.....                                                                                 | 359 |
| aa- Sermaye Piyasası Kanunu Açısından .....                                                           | 359 |
| bb- Türk Ticaret Kanunu Açısından.....                                                                | 363 |
| C- SerPK m. 32/3. Fıkrasının Uygulama Alanı.....                                                      | 364 |
| D- Kusuru İspat Yükü .....                                                                            | 366 |
| E- Sorumluluktan Kurtulma Olanağı.....                                                                | 368 |
| a- Genel Olarak.....                                                                                  | 368 |
| b- İzahnameden ve Finansal Raporlardan Doğan Hukuki Sorumluluğa<br>Özgü Hâller.....                   | 370 |
| 4- Zarar .....                                                                                        | 371 |
| A- Genel Olarak.....                                                                                  | 371 |
| B- Zararın Kapsamı ve Türü.....                                                                       | 371 |
| C- Tazminatın Belirlenmesi.....                                                                       | 375 |
| a- Genel Kural .....                                                                                  | 375 |
| b- Zararın Doğma Anı ve Tazminat .....                                                                | 376 |
| aa- Genel Olarak.....                                                                                 | 376 |
| bb- Öğretide İleri Sürülen Görüşler.....                                                              | 377 |
| cc- Değerlendirme .....                                                                               | 379 |
| aaa- Genel Olarak .....                                                                               | 379 |

|                                                                                                                                              |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| bbb- Ters İşlemin Yapılmasının Gerekli Olup Olmadığı .....                                                                                   | 384 |
| ccc- Tazminatın Belirlenmesinde Türk Borçlar Kanunu’nun m. 50/2.<br>ile m. 51/1. Fıkralarından Yararlanılması Önerisi .....                  | 386 |
| ddd- İzahname ve İhraç Belgesinden Doğan Hukuki Sorumlulukta<br>İade Hakkının Tanınması Önerisi.....                                         | 390 |
| D- Zararı İspat Yükü.....                                                                                                                    | 394 |
| 5- İlliyet Bağı.....                                                                                                                         | 395 |
| A- Genel Olarak.....                                                                                                                         | 395 |
| B- İlliyet Bağının Kurulması .....                                                                                                           | 396 |
| a- “İşlem İlliyeti” ve “Zarar İlliyeti” Kavramları .....                                                                                     | 396 |
| aa- İşlem İlliyeti.....                                                                                                                      | 397 |
| bb- Zarar İlliyeti.....                                                                                                                      | 398 |
| b- İlliyet Bağı Karinesi .....                                                                                                               | 399 |
| aa- İlliyet Bağı Karinesinin Ortaya Çıkışı .....                                                                                             | 399 |
| aaa-Amerika Birleşik Devletleri.....                                                                                                         | 399 |
| bbb- Almanya .....                                                                                                                           | 403 |
| bb- Hukukumuzdaki Düzenleme .....                                                                                                            | 406 |
| C- İlliyet Bağının Kurulamadığı ve/veya Kesildiği Hâller.....                                                                                | 409 |
| a- Kanunda Özel Olarak Öngörülen Haller .....                                                                                                | 409 |
| aa- Sermaye Piyasası Araçlarının Alım veya Satımının Kamuyu<br>Aydınlatma Belgesine Dayanmaması.....                                         | 410 |
| bb- Bilginin Yanlış, Yanıltıcı veya Eksik Olduğunun Bilinmesine<br>Rağmen Yapılması .....                                                    | 410 |
| cc- Kamuyu Aydınlatma Belgelerinde Gerekli Düzeltmenin Yapılmış<br>Olması.....                                                               | 411 |
| dd- Kamuya Açıklanan Belgede Yer Alan Bilgiler Yanlış, Yanıltıcı veya<br>Eksik Olmasaydı Dahi Yatırımcıların Zarara Uğrayacak Olmaları ..... | 413 |
| b- Sorumluluk Hukukuna İlişkin Genel Esaslardan Doğan Hâller.....                                                                            | 415 |
| aa- Mücbir Sebep.....                                                                                                                        | 415 |
| bb- Zarar Görenin Ağır Kusuru .....                                                                                                          | 416 |
| cc- Üçüncü Kişinin Kusuru .....                                                                                                              | 417 |

|                                                                                                                                                |            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>II- DAVA AÇABİLECEK KİŞİLER.....</b>                                                                                                        | <b>418</b> |
| 1- Genel Olarak .....                                                                                                                          | 418        |
| 2- İzahname Dışındaki Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumlulukta .....                                                                 | 421        |
| A- Sermaye Piyasası Aracını Kamuyu Aydınlatma Belgesine Dayalı Olarak Satın Alan Kişiler .....                                                 | 423        |
| B- Sermaye Piyasası Aracını Kamuyu Aydınlatma Belgesine Dayalı Olarak Satma Kararı Alan Kişiler .....                                          | 424        |
| C- Kamuyu Aydınlatma Belgesi Yayımlanmadan Sermaye Piyasası Aracına Sahip Olup Satış Yapmayan Kişilerin Davacı Sıfatına Sahip Olup Olmadığı .. | 425        |
| 3- İzahnameden Doğan Sorumlulukta .....                                                                                                        | 426        |
| A- Birinci El Piyasa İşlemleri Dolayısıyla .....                                                                                               | 426        |
| B- İkinci El Piyasa İşlemleri Dolayısıyla .....                                                                                                | 426        |
| 4- Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk Bağlamında Ortaya Çıkan Kolektif Menfaat İhlallerinin Giderim Yöntemleri.....              | 428        |
| A- Konunun Önemi .....                                                                                                                         | 428        |
| B- İlgili Hukuki Düzenlemeler ve Öğretideki Görüşler .....                                                                                     | 429        |
| C- Değerlendirme .....                                                                                                                         | 433        |
| <b>III- SORUMLU KİŞİLER .....</b>                                                                                                              | <b>435</b> |
| 1- Genel Olarak .....                                                                                                                          | 435        |
| 2- SerPK m. 10’da Belirtilen Kişiler .....                                                                                                     | 438        |
| A- İhraççılar.....                                                                                                                             | 440        |
| B- Yönetim Kurulu.....                                                                                                                         | 441        |
| a- İlgili Hukuki Düzenlemeler .....                                                                                                            | 441        |
| b- Yönetim Kurulu Üyelerinin Yatırımcılara Karşı Sorumlu Tutulmasının Yerinde Olup Olmadığı .....                                              | 444        |
| C- Halka Arz Edenler .....                                                                                                                     | 447        |
| D- Lider Aracı Kurum .....                                                                                                                     | 449        |
| E- Garantör .....                                                                                                                              | 454        |
| F- Bağımsız Denetim, Derecelendirme ve Değerleme Kuruluşları ile Benzeri Kişi, Kurum ve Kuruluşlar .....                                       | 459        |
| 3- Belgeleri İmzalayanlar ve Belgeler Kendi Adına İmzalanan Tüzel Kişiler.....                                                                 | 461        |
| 4- SPK’nın Sorumluluğu .....                                                                                                                   | 462        |

|                                                                                                                                  |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>IV- SORUMLULUĞUN NİTELİKLERİ.....</b>                                                                                         | <b>465</b> |
| 1- İzahnameden Dereceli Sorumluluk .....                                                                                         | 465        |
| A- Dereceli Sorumluluğun Anlamı ve Yasal Çerçevesi .....                                                                         | 465        |
| B- İkinci Dereceden Sorumlu Kişilere Başvurulmasının Koşulları .....                                                             | 466        |
| a- Zararın İhraççıdan Tazmin Edilememesi .....                                                                                   | 467        |
| b- Zararın İhraççıdan Tazmin Edilemeyeceğinin Açıkça Belli Olması .....                                                          | 467        |
| c- İhtiyati Haciz İstenip İstenemeyeceği .....                                                                                   | 468        |
| C- Değerlendirme .....                                                                                                           | 469        |
| 2- Müteselsil Sorumluluk .....                                                                                                   | 470        |
| A- Genel Olarak.....                                                                                                             | 470        |
| B- İzahnameden Doğan Sorumlulukta İkinci Dereceden Sorumluların<br>Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Müteselsil Sorumluluk.....      | 472        |
| C- Finansal Raporlardan Doğan Sorumlulukta Yönetim Kurulu Üyelerinin<br>Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Müteselsil Sorumluluk..... | 474        |
| <b>V- SORUMSUZLUK ANLAŞMALARININ VEYA BUNA İLİŞKİN<br/>KAYITLARIN GEÇERSİZLİĞİ.....</b>                                          | <b>476</b> |
| <b>VI- ZAMANAŞIMI .....</b>                                                                                                      | <b>477</b> |
| <b>VII- DAVANIN TÜRÜ, YARGILAMA USULÜ, YETKİLİ VE GÖREVLİ<br/>MAHKEME .....</b>                                                  | <b>479</b> |
| <b>SONUÇ .....</b>                                                                                                               | <b>481</b> |
| <b>KAYNAKÇA.....</b>                                                                                                             | <b>500</b> |
| <b>ÖZET .....</b>                                                                                                                | <b>522</b> |
| <b>ABSTRACT .....</b>                                                                                                            | <b>523</b> |

## KISALTMALAR

|                 |                                                                                              |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>AB</b>       | : Avrupa Birliği                                                                             |
| <b>ABD</b>      | : Amerika Birleşik Devletleri                                                                |
| <b>AJP/PJA</b>  | : Aktuelle Juristische Praxis/Pratique Juridique Actuelle                                    |
| <b>AÜSBFD</b>   | : Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi                                     |
| <b>BaFin</b>    | : Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Federal Finansal Gözetim Kurulu)          |
| <b>Batider</b>  | : Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi                                                            |
| <b>BDDK</b>     | : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu                                                   |
| <b>BDS</b>      | : Bağımsız Denetim Standardı                                                                 |
| <b>BGB</b>      | : Bürgerliches Gesetzbuch                                                                    |
| <b>BGHZ</b>     | : Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen                                      |
| <b>BİST</b>     | : Borsa İstanbul Anonim Şirketi                                                              |
| <b>Bkz.</b>     | : Bakınız                                                                                    |
| <b>BOBİ-FRS</b> | : Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı                             |
| <b>C.</b>       | : Cilt                                                                                       |
| <b>Cir.</b>     | : Circuit                                                                                    |
| <b>CJEU</b>     | : The Court of Justice of the European Union                                                 |
| <b>DEÜHFD</b>   | : Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi                                           |
| <b>EC</b>       | : European Commision                                                                         |
| <b>Ed.</b>      | : Editör                                                                                     |
| <b>EEC</b>      | : European Economic Community                                                                |
| <b>ESMA</b>     | : European Securities and Markets Authority (Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi) |
| <b>EU</b>       | : European Union (Avrupa Birliği)                                                            |
| <b>Hrsg.</b>    | : Herausgeber                                                                                |
| <b>HMK</b>      | : Hukuk Muhakemeleri Kanunu                                                                  |
| <b>IAS</b>      | : International Accounting Standarts (Uluslararası Muhasebe Standartları)                    |
| <b>IASB</b>     | : International Accounting Standarts Board (Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu)       |
| <b>IASC</b>     | : International Accounting Standarts Committee (Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi) |



|                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>IFRS</b>                                                         | : International Financial Reporting Standards (Uluslararası Finansal Raporlama Standartları)                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>İİK</b>                                                          | : İcra ve İflas Kanunu                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>İMKB</b>                                                         | : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>IOSCO</b>                                                        | : The International Organization of Securities Commissions (Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü)                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>İzahname Direktifi (Prospectus Directive/Prospektrichtlinie)</b> | : “Directive 2003/71/EC of The European Parliament and of The Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC”                                                                                                                                                |
| <b>İzahname Tüzüğü</b>                                              | : “Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC” (OJ. 30.06.2017, L. 168/12, p. 12-82).                                                                               |
| <b>KAP</b>                                                          | : Kamuyu Aydınlatma Platformu                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>KAP Tebliği</b>                                                  | : Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği (VII-128.6)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>KGK</b>                                                          | : Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>KHK</b>                                                          | : Kanun Hükmünde Kararname                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Krş.</b>                                                         | : Karşılaştırınız                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>L.</b>                                                           | : Legislation                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>LHD</b>                                                          | : Legal Hukuk Dergisi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>m.</b>                                                           | : Madde                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>MiFID</b>                                                        | : “Directive 2004/39/EC of The European Parliament and of The Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC” (Finansal Araç Piyasaları Hakkında Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi) |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>MiFID II</b>    | : “Directive 2014/65/EU of The European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU” (Markets in Financial Instruments Directive, Finansal Araç Piyasaları Direktifi) |
| <b>MiFIR</b>       | : “Regulation (EU) No 600/2014 of The European Parliament and of The Council of 15 May 2014 on Markets In Financial Instruments And Amending Regulation (Eu) No 648/2012” (Markets in Financial Instruments Regulation, Finansal Araç Piyasaları Regülasyonu)         |
| <b>MİHDER</b>      | : Medeni Usul ve İcra İflas Hukuku Dergisi                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>MSUGT</b>       | : Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>NJW</b>         | : Neue Juristischen Wochenschrift                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>NZG</b>         | : Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Nu.</b>         | : Number                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>OECD</b>        | : The Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)                                                                                                                                                                  |
| <b>OJ.</b>         | : Official Journal of the European Union                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>OR</b>          | : İsviçre Borçlar Kanunu / Obligationenrecht                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>p.</b>          | : Page                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Par.</b>        | : Paragraf                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>PSLRA</b>       | : Private Securities Litigation Reform Act                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Rc.</b>         | : Recital                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>RG.</b>         | : Resmi Gazete                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>RIW</b>         | : Recht der internationalen Wirtschaft                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>s.</b>          | : Sayfa                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>S.</b>          | : Sayı                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>SA</b>          | : Securities Act of 1933 (ABD Menkul Kıymetler Kanunu)                                                                                                                                                                                                                |
| <b>SEA</b>         | : Securities Exchange Act of 1934 (ABD Menkul Kıymetler Borsası Kanunu)                                                                                                                                                                                               |
| <b>sec.</b>        | : Section                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>SEC</b>         | : U.S. Securities and Exchange Commission                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>SerPK</b>       | : Sermaye Piyasası Kanunu                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>SPK (Kurul)</b> | : Sermaye Piyasası Kurulu/Kurul                                                                                                                                                                                                                                       |

|               |                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>SÜHFD</b>  | : Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>SZW</b>    | : Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht                                                                                                                                                                                                  |
| <b>TBB</b>    | : Türkiye Barolar Birliği                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>TBK</b>    | : Türk Borçlar Kanunu                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>TCK</b>    | : Türk Ceza Kanunu                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>TDK</b>    | : Türk Dil Kurumu                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>TDS</b>    | : Türkiye Denetim Standartları                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>TKHK</b>   | : Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>TMK</b>    | : Türk Medeni Kanunu                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>TMS</b>    | : Türkiye Muhasebe Standartları                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>TMSK</b>   | : Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>TTK</b>    | : Türk Ticaret Kanunu                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>TTSG</b>   | : Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>TÜSİAD</b> | : Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Urt.</b>   | : Urteil                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>vd.</b>    | : Ve devamı                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Vol.</b>   | : Volume                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>WM</b>     | : Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>WpHG</b>   | : Wertpapierhandelsgesetz ( <i>Gesetz über den Wertpapierhandel</i> )                                                                                                                                                                                               |
| <b>WpPG</b>   | : Wertpapierprospektgesetz ( <i>Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapier oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist</i> ) |
| <b>ZGR</b>    | : Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht                                                                                                                                                                                                              |
| <b>ZHR</b>    | : Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht                                                                                                                                                                                                     |

# GİRİŞ

## I- KONUNUN TAKDİMİ

Kamuyu aydınlatma ihtiyacının çıkış noktası, temelde insanın merak duygusu ve karar alma sürecine dayanır. Bireyler, tercihlerini oluştururken yürüttükleri zihinsel muhakemede doğru ya da yanlış, eksik veya tam, zamanında yahut geç ulaşılmış bilgilerden yararlanır. Hayatın bütün yönleri açısından belirli ölçüde geçerli olan bu durum, insanın bilgi arayışını beraberinde getirir.

Sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü piyasalara fon aktarımını gerçekleştiren tarafı oluşturan yatırımcıların bu piyasalara girişlerinin sağlanabilmesi ve piyasadaki varlıklarının korunabilmesi, bu kişilerin yatırım tercihlerine dayanır. Bu tercihlerin oluşması tesadüfi olmayıp kişinin rasyonel ya da irrasyonel yatırım kararlarının sonucudur. Yatırım kararları alınırken de başvurulacak husus yine bilgidir. Sermaye piyasasında bilgi, yatırım kararlarının hammaddesi ve zihinsel muhakemenin ana unsuru olarak kullanılmaktadır.

Bilgiye duyulan ihtiyacı giderme olanağına sahip olanlar da, bilgiyi üreten yahut bilginin konusuyla sıkı ilişkisi dolayısıyla bilgiye ilk elden ulaşan kişilerdir. Sermaye piyasasında bilginin konusunu, hukuki işlemlere konu edilen sermaye piyasası araçları ile bu araçları çıkaran konumunda bulunan anonim şirketler oluşturmaktadır. Bu bağlamda, bilginin birincil kaynağı da sermaye piyasasından fon teminine yönelik anonim şirketler ve onlara bilgi sağlayan kişi ya da kurumlardır.

Bilginin sosyal yaşam içerisinde bireyler arası iletişimde bazen bir malzeme bazen de fikir yürütmenin dayanağı olan bir üretim aracı olması bilgi paylaşımını beraberinde getirir. Kişinin bilgi paylaşımına yönelik özgür iradesine hukukun değişik ihtiyaçları gidermeye yönelik amaçlarla müdahale ettiği görülmektedir. Bu hâllerden biri de, anonim şirketleri kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi tutan hükümlerde kendini göstermektedir.

Şirketler, faaliyette bulunurken olağan durumlarında ya dışarıya karşı olabildiğince az bilgi verme ve olumsuz bilgileri gizleme ya da bilgileri olabildiğince olumlu şekilde sunma eğilimindedir. Bu durumun temelinde şirket yöneticilerinin kendi çıkarlarını ve itibarlarını koruma gayretleri, şeffaf yönetim anlayışının doğurduğu hesap verilebilirliğin tercih edilmemesi, bilgilerin paylaşılmasının şirkete doğurduğu maliyetler ve rakiplerin de bu şekilde şirket hakkında bilgilere ulaşmasının istenmemesi gibi şirketler hukukuna özgü sebeplerin yanı sıra hakkında olumlu izlenim uyandırmaya yönelik insani eğilim yatar. Şirketler de finansal yapısı güçlü, gelecek vaad eden ve

kârlılığı yüksek şekilde görünmeyi ister. Bu eğilimin beraberinde getireceği sakıncalar, sermaye piyasası mevzuatına tabi şirketlerin gerçeğe uygun, tutarlı, eksiksiz, anlaşılabilir ve belirli standartlara uygun bilgiyi paylaşması zorunluluğunun öngörölmesine yol açmıştır. Sermaye piyasasında faaliyette bulunan anonim şirketlerin menfaat sahiplerinin genişliği dolayısıyla menfaatler arasında denge kurabilme ile yatırımcıyı ve piyasa fonksiyonlarını koruyabilme ihtiyaçları, kanun koyucuların ve düzenleyici otoritelerin bu alana müdahalesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Hemen belirtelim ki, bilgilendirme yükümlölüğünün ortaya çıkışı ve belirli esaslara tâbi kılınışı birdenbire olmamıştır. Kamuyu aydınlatma zorunluluğu, tarihsel süreçte yaşanan çeşitli şirket ve sermaye piyasası skandallarından çıkarılan dersler ile önleyici mekanizma arayışlarının sonucunda doğmuştur. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma ihtiyacı, İngiltere’de ortaya çıkarak öncelikle Amerika Birleşik Devletleri (ABD) hukukuna oradan da tüm dünyaya yayılmıştır. Bu süreçte kamuyu aydınlatma, kapsamını giderek genişleten bir ilke hâline gelmiştir. O kadar ki, bu ilke günümüzde sermaye piyasası hukukunun omurgası olarak görölmektedir.

Türk hukukunda da, yakın geçmişte bu alanda önemli değişiklik ve gelişmeler olmuştur. Önce 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun (TTK) ve hemen sonrasında 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun (SerPK) yürürlüğe konuluğu ile yeni bir yasal zemin oluşturulmuştur. Yeni SerPK ve bu Kanun çerçevesinde yenilenen Sermaye Piyasası Kurulu (SPK/ Kurul) tebliğleri ile kamuyu aydınlatma ilkesi hukukumuzdaki ağırlılığını artırmıştır.

6362 sayılı SerPK ile birlikte “kamuyu aydınlatma belgeleri” bir üst kavram olarak benimsenmiş ve bu belgelerden doğan sorumluluk ortak esaslara bağlanmıştır. Kamuyu aydınlatma belgeleri aracılığıyla bilgi aktarımı üzerine kurulu olan bu ilkeye yönelik düzenlemelerin etkinliğinin sağlanması ile oluşabilecek zararların adil şekilde tazmini de sorumluluğa dair hükümler vasıtasıyla gerçekleşmektedir. 6362 sayılı SerPK ile kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluk konusunda da esaslı değişiklikler yapılmıştır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun şartları karmaşık bir hukuki düzeni karşımıza çıkarmaktadır.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun şartları olarak; fiilin, hukuka aykırılık unsurunun, kusurun, zararın ve illiyet bağının tespiti güçlük arz etmektedir. Bu açılardan, öngörölen özel hükümler ile sermaye piyasasının kendine özgü yapısı ve ihtiyaçları çerçevesinde genel hükümlerin ne şekilde uygulama alanı bulacağını ortaya koymak gerekmektedir. Hukuki sorumluluğun söz konusu şartları ile sorumluluk davasını açma yetkisine sahip kişiler, kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu kişiler

ve nihayet bu kişilerin sorumluluğunun niteliğinin belirlenmesi tezin odak noktasını oluşturmaktadır.

Türkiye’de kamuyu aydınlatma ilkesi bağlamında sunulan bilgilerden doğan zararlar da hak arama özgürlüğü gelişmemiş ve emsal kararlarla yerleşik bir birikim oluşmamıştır. Yabancı hukuk sistemlerinde ve özellikle de ABD ile Almanya’da yoğun şekilde tartışma konusu olan kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun Türkiye’de yeterince ele alınmamış olması, bu tezin yazılmasının temel etkenlerinden biri olmuştur. Sorumluluk hukukunun kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta özellik arz eden görünümünün bağımsız bir çalışmayla ortaya konulması amacı ve konuyla ilgili somut hukuki sorunlara yönelik çözüm önerileri sunulması hedefi konunun tez konusu olarak belirlenmesinin diğer ana nedenlerini oluşturmaktadır.

## **II- KONUNUN SINIRLANDIRILMASI, TEZ PLANI VE YÖNTEM**

Ticaret Hukuku alanında doktora tez konusu olarak belirlenen “Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk” başlıklı bu tez, konunun niteliği gereği değişik hukuk disiplinleriyle bağlantılıdır. Bilindiği üzere, sorumluluğa dair konular Borçlar Hukuku kökenlidir. Yargılama usulü, deliller, dava açabilecek kişiler ve sorumlu kişiler bakımından ise Medeni Usul Hukuku kural ve ilkeleri işin içine girmektedir. Çalışmanın vazgeçilmez boyutlarını oluşturan bu konular, özel hukukun kendi içerisindeki sıkı ilişkisi dolayısıyla tezin kapsamına doğrudan dâhildir. Öte yandan, konu, SPK’nın görev, yetki ve sorumlulukları ile idari yaptırım uygulama yetkisi bağlamında İdare Hukuku ve sermaye piyasasında konuyla ilgili birtakım faaliyetlerin suç niteliğinde görülmesi dolayısıyla Ceza Hukuku ile ilintilidir. Yalnız, konunun idare ve ceza hukuku ile olan ilişkisi kamu hukuku nosyonu gerektirdiğinden bu noktaların yüzeysel olarak ifade edilmesiyle yetinilmiştir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır:

Tez konusu olarak kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk belirlenmiş olsa da, hukuki sorumluluğun doğması kamuyu aydınlatma ilkesi gereği öngörülen düzenlemelere aykırı davranılmasına bağlı olduğundan konunun özünün de ele alınması kaçınılmaz olmuştur. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatmanın; kavramsal çerçevesi, ihtiyacının ortaya çıkışı, ilke hâline gelme süreci, Türk hukukundaki tarihsel geçmişi ve düzenlenişi, fonksiyonları, ilkeye getirilen eleştiriler, amacı, kapsamı, sınıflandırılması ile bağlantılı olduğu temel konularla olan ilişkisi çalışmanın birinci bölümünde ortaya konulmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümünde sorumluluğun konusunu oluşturan “kamuyu aydınlatma belgeleri” yeni düzenlemeler çerçevesinde incelenmiştir. Bunlar arasında özellikle izahname, finansal raporlar ile özel durum açıklamaları, önemleri ve uygulama alanları gereği diğerlerine göre geniş ölçüde ele alınmıştır.

İlk iki bölümde yer alan konular mümkün olduğunca kamuyu aydınlatmadan doğan sorumlulukla ilişkilendirilerek, bir başka deyişle sorumluluğa etki eden hususlarla bağlantı kurularak inceleme konusu yapılmıştır.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğun öngörülmesinin nedenleri, sorumluluk düzenlemelerin ana hatları, bu hükümlerin kendi arasındaki ilişkileri, sorumluluğun hukuki temelleri ve arabulucuya başvurma zorunluluğu ile sorumluluk hükümlerinin uygulanmasının önündeki maddi ve hukuki engeller çalışmanın üçüncü bölümünde ele alınmıştır.

Dördüncü ve son bölümde ise kamuyu aydınlatma belgeleri dolayısıyla açılacak sorumluluk davası; sorumluluğun şartları, dava açabilecek kişiler ve kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu kişiler, sorumluluğun nitelikleri, sorumsuzluk anlaşmalarının veya buna ilişkin kayıtların geçersizliği, zamanaşımı ve nihayet davanın türü ve yargılama usulü ile görevli ve yetkili mahkeme açılarından incelenmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KAMUYU AYDINLATMA ZORUNLULUĞUNA GENEL BAKIŞ

#### I- ANONİM ŞİRKETLER HUKUKUNDA KAMUYU AYDINLATMA

##### 1- Terminoloji Sorunu

Kamuyu aydınlatma düzenlemelerine kaynaklık eden ve gelişimini sağladığı kabul edilen İngiltere ve ABD’de bu kavramı ifade etmek üzere “açıklama”, “bilgi verme”, “aleniyet sağlama”, “ifşa etme” gibi anlamlara gelen “*disclose*” fiilinin isimleştirilmiş hali olan “*disclosure*” terimi kullanılmıştır. Kavramın Alman hukukundaki karşılığı ise açık, aleni, bilinen gibi anlamlara sahip, “*Publik*” kökeninden gelen “*Publizität*” ifadesidir. Türk hukukunda ise “kamuyu aydınlatma” terimi benimsenmiştir. İlk olarak *Hirsch* ve *Tekinalp* tarafından 1963 yılında Ticaret Bakanlığı’na sunulan bir raporda yer bulan<sup>1</sup> “kamuyu aydınlatma” ifadesinin yerindeliği değişik açılardan sorgulansa da, zamanla kavramı en iyi şekilde ifade eden terim olarak öğreti ve uygulamada kabul görmüştür<sup>2</sup>.

Kamuyu aydınlatma teriminin yerinde olup olmadığına yönelik değerlendirmelerde özellikle “kamu” ifadesinin kullanılmasının uygun olup olmadığı ve konu özelinde neyi ifade ettiği tartışma konusu olmuştur. “Kamu”, genel sözlük anlamıyla “bir ülkedeki halkın bütünü”, “halk” ve “amme” anlamlarını ve aynı zamanda “halk hizmeti gören devlet organlarının tümü” anlamını içermektedir<sup>3</sup>. Hukuki perspektifte de “amme” ve “halk” anlamları odak noktasındadır<sup>4</sup>. Kamuyu aydınlatma kavramı ise özel hukuka dahil olan şirketler hukukunun ile özel hukuk ilişkileri üzerine kurulu olmakla birlikte kamu müdahalesi ve içerdiği kamu hukuku kaynaklı kurallarla karma nitelikte olduğu kabul edilen<sup>5</sup> sermaye piyasası hukukunun kesişim alanında yer almaktadır. Kamu ifadesinin kamu hukukuna dair çağrışım gücü yüksek olsa da, kamuyu aydınlatmanın taşıdığı anlam ve özellikle kamuyu aydınlatma ilgilileri olarak kabul

<sup>1</sup> **Tekinalp, Ü.:** Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri (Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle), 2. Bası, İstanbul 1979, s. 10, 11; **Kaya, A.:** Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara 2001, s. 15, dpn. 45; **Yanlı, V.:** Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, s. 95 vd.

<sup>2</sup> **Tuncer, S.:** Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), İstanbul 1985, s. 324; **Kaya, s. 15-21; Yanlı, s. 95 vd.;** **İhtiyar, M.:** Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006, s. 47.

<sup>3</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü (www.tdk.gov.tr).

<sup>4</sup> **Yılmaz, E.:** Hukuk Sözlüğü, 1. Baskı, Ankara 2003, s. 345.

<sup>5</sup> **Aytaç, Z.:** Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s. 9. Bu konu ile ilgili benzer ve farklı görüş ve tartışmalar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Tanör, R.:** Türk Sermaye Piyasası, C. 1, 2. Baskı, İstanbul 1999, s. 41-51.



edilebilecek kitlenin genişliği karşısında bu tercihin yerinde olmadığını savunmak güçtür. Zira kamuyu aydınlatma kavramındaki anlamıyla kamu terimi, sözlük anlamından yahut kamu hukuku ifadesindeki anlamından daha geniş bir anlamı içinde barındırmaktadır<sup>6</sup>. Gerçekten, kamuyu aydınlatma, aşağıda ilkenin muhatapları bölümünde de ayrıntılı şekilde ortaya konulduğu üzere, çok geniş bir kesimin menfaatlerini etkileme gücüne sahiptir. Konumuz özelinde “kamu”, ilkenin hedef kitlesini ve menfaat çevrelerini ortaya koymaya yöneliktir<sup>7</sup>. Bu bağlamda, pay sahipleri, pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının sahipleri, potansiyel yatırımcılar, mevcut ve potansiyel alacaklılar ile çalışanlar ve nihayet devleti kapsar. “Kamu” ifadesinin yerine sadece yatırımcıları hedef alır şekilde “yatırımcıların aydınlatılması” yahut bir parça genişleterek “şirket ilgililerinin aydınlatılması” gibi terimler hedef kitleyi bütünüyle kapsamamaktadır. Yine halka açık anonim şirketten esinlenerek “halkı aydınlatma” şeklinde bir tercihin yapılması da aynı yetersizliği beraberinde getirecektir.

Bunlarla birlikte, TTK’nın haksız rekabete ilişkin hükümlerinde yer bulan bir terim olan ve Kanunun gerekçesinde ekonomi, tüketici ile kamuyu hedef aldığı vurgulanan<sup>8</sup> “bütün katılanlar”ın esas alınmasının doğru bir tercih olup olmayacağı sorusu da akla gelebilir. Bu yaklaşımın, anlam olarak yanlış olmamakla birlikte, yerleşik terimden vazgeçmeyi haklı kılacak bir fonksiyon göreceğini söyleyebilmek mümkün değildir.

Kavramı ifade etmek üzere farklı bir terim arayışı yerine, kelimelere yüklenen anlamların mutlak olmadığı ve aynı kelimenin değişik bağlamlarda farklı anlamlara gelebileceğinden hareketle, kamu ifadesine ilgili düzenlemeler ve uygulamada yüklenen fonksiyonlar bağlamında anlam yüklenmesi daha isabetlidir. Bu açıdan düşündüğümüzde, şirketler hukuku anlamında “kamu”nun, “işletme ilgilileri”ni ifade ettiği kabul edilebilir<sup>9</sup>. Hatta, işletme ile şirket arasındaki ayrıma yönelik anlam karmaşası olmaması adına bu ifade “şirket ilgilileri” ya da “şirketin menfaat sahipleri” olarak da dile getirilebilir. Hemen belirtelim ki, kamuyu aydınlatmada muhatapı tam olarak belli ve sınırlı olmayan bir gruba bilgi verilmesi söz konusu olduğundan<sup>10</sup>, bu kişilerin olabildiğince geniş yorumlanmasında ve kamuyu aydınlatmanın muhataplarının şirket

---

<sup>6</sup> **Demir, A.:** Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2007, s. 7.

<sup>7</sup> **Karayalçın, Y.:** Tebliğle İlgili Tartışmalar (içinde Türk Ticaret Kanunu’nun 30. Yıl Semineri), İstanbul 1988, s. 558.

<sup>8</sup> TTK Madde Gerekçeleri, m. 54.

<sup>9</sup> **Kaya, s. 17, dpn. 51.**

<sup>10</sup> **Kaya, s. 30; Yanlı, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 97.**

ilgililerini de kapsayan ancak daha özgün ve geniş bir anlamı içinde barındırdığının kabulünde yarar vardır.

Yerleşik terimde yer alan “aydınlatma” ifadesi ise yukarıda belirtilen yabancı dildeki karşılıklarının fiil hâllerinin içerdiği bilgi verilmesi ve açıklama yapılmasının doğurduğu etkiyi vurgulamaktadır. Zira *disclosure* ve *Publizität* terimlerine, bilgi sunulmasının yanında hakların bilinçli kullanımına imkân sağlayacak şekilde gerçeklerin ortaya konulması ve saklamaya olanak bırakılmaması anlamının yüklendiği kabul edilmektedir<sup>11</sup>.

Kullanılan terime ilişkin hususlardan kamuyu aydınlatmanın kavramsal olarak taşıdığı anlama gelindiğinde<sup>12</sup>, kanun koyucunun yasal bir tanımla belirleme yapmadığı görülmektedir. Bununla birlikte, sermaye piyasasının düzenleyici otoritesi olan SPK’nın, düzenleyici işlemleriyle getirmiş olduğu bir tanım da mevcut değildir.

## 2- Kavrama Yönelik Olarak Öğretideki Görüşler

Öğretiye baktığımızda, kamuyu aydınlatmanın içerdiği geniş anlam dolayısıyla tanımlanmasının güç olduğu, ayrıca mevzuatta sınırlayıcı etki doğuracak bir tanım getirmenin yanlış olacağı ve ilkenin gelişimini frenleyeceği görüşü hakimdir<sup>13</sup>.

*Tekinalp*’in Türk hukukunda geniş ölçüde yararlanılan tanımına göre kamuyu aydınlatma, “ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün, milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan, ilkelerin tümüdür”<sup>14</sup>. *Poroy* ve *Karayalçın* ise anonim şirketlerin “camdan ev”de oturmaları, anonim şirketlerin idari ve mali durumlarının camdan bakınca içerideki eşya nasıl görülebiliyorsa o şekilde görülebilmesi gerektiği vurgusunu yapmışlardır<sup>15</sup>.

<sup>11</sup> **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 10, 11.

<sup>12</sup> Hukuk dilinde “terim” ve “kavram” ilişkisi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Karayalçın, Y./Yongalık, A.:** Hukukta Öğretim-Kaynaklar-Metod Problem Çözme, 7. Baskı, Ankara 2008, s. 3-4.

<sup>13</sup> **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 96 vd.; **İhtiyar**, s. 59; **Üçışık, G.:** Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2009, C. 3, S. 1, s. 11; **Adıgüzel, B.:** Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2017, s. 109; **Uçar, D.:** Payların Halka Arzında İzahnameden Doğan Kamuyu Aydınlatma Sorumluluğu, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2019, s. 21.

<sup>14</sup> **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 53.

<sup>15</sup> **Poroy, R./Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.:** Ortaklıklar Hukuku I, 14. Bası, İstanbul 2019, s. 317, 318; **Karayalçın, Y.:** Muhasebe Hukuku, Ankara 1988, s. 82.

*Kaya* ve *Yanlı*, kamuyu aydınlatmanın çok geniş ve çok boyutlu bir anlam kazanması dolayısıyla konunun bütün unsurlarını içeren tek bir tanım verilmesinin mümkün olmadığını ifade etmişler ve *Tekinalp*'in tanımına yollamada bulunmakla yetinmişlerdir<sup>16</sup>. *İhtiyar* da aynı gerekçeyle bir tanım vermekten kaçınmış ve yalnızca öğretide yapılan tanımlara yer vermiştir<sup>17</sup>. Bazı çalışmalarda ise ilkenin gelişimi göz önünde bulundurulduğundan olsa gerek daha yalın ifadelerle kavramın özünün ortaya konulmaya çalışıldığı görülmektedir. *Manavgat*, kavramın esasını, bilgilendirme yapılmasına yönelik herhangi bir talep gelmeden nitelikli bilgi aktarımını ifade eden bir bilgilendirme sistemi olarak tanımlarken<sup>18</sup>; *Çelik* ise kamuyu aydınlatmayı, anonim şirketlerin yönetimi tarafından şirketin durumu ve ekonomik faaliyetleri konusunda kamuya sunulan bilgilerin ve yapılan açıklamaların tümü olarak ifade etmiştir<sup>19</sup>.

### 3- Türk Ticaret Kanununun Gerekçesindeki Yaklaşım

6102 sayılı TTK'nın genel gerekçesinin “*Kamuyu Aydınlatma/Şeffaflık*” başlıklı 68. paragrafında da “*Anonim şirketler öğretisinde, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık terimleri çoğu kez eşanlamlı olarak kullanılmaktadır. Kamuyu aydınlatma esasında yılsonu finansal tabloları bağlamında ortaya atılmış ve gelişmiş bir öğretilerdir. Daha sonra anonim şirketlerle ilgili her konuda uygulanır bir kapsam kazanmıştır. Kamuyu aydınlatma bugün yerini oldukça büyük bir oranda daha anlaşılır bir kavram olan şeffaflığa bırakmıştır. Şeffaflığın yöneldiği hedef kitleler daha geniştir. Şeffaflık halka açık anonim şirketleri merkez alan bir anlayışın değil, bilgi toplumu yaklaşımının bir ürünüdür. Her iki terim de son elli yıldan beri anonim şirketler hukukunun gün geçtikçe ağırlığını artıran değerleridir. Günümüzde her ülke şirketler hukukunu bu değerler temelinde yenileştirmektedir.*” şeklinde konuya dikkat çekilmiş ve Kanun'un gerekçesinin birçok yerinde “kamuyu aydınlatma” ve “şeffaflık” kavramlarından hareket edilerek düzenlemeler getirildiği belirtilmiştir<sup>20</sup>.

<sup>16</sup> **Kaya**, s. 17, 18; **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 96 vd.

<sup>17</sup> **İhtiyar**, s. 59-63.

<sup>18</sup> **Manavgat, Ç.**: Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016, s. 187.

<sup>19</sup> **Çelik, O.**: İşletmelerde Muhasebe Bilgisi ve Şirket Demokrasisi, Ankara 2007, s. 41.

<sup>20</sup> “*Ticaret unvanına ilişkin değişiklikler, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde gerçekleşmiştir*” (bkz. TTK Genel Gerekçesi, par. 48) örnek olarak gösterilebilir. Ayrıca bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 339, 349, 354, 379, 385, 393, 437, 582 ile TTK Genel Gerekçesi, par. 48, 67, 89.

#### 4- Değerlendirme

Kamuyu aydınlatmaya verilen anlam yıllar içerisinde değişiklik göstermiştir ve gelecekte de bu değişimin devam etmesi muhtemeldir. Teknolojinin ilerlemesiyle ortaya çıkan yeni kavramlar, yeni imkânlar, yeni hukuki sorunlar ve edinilen tecrübeler ile insan aklının hukuki sorunlara geliştirdiği yeni çözümler ilkenin anlamında ve içeriğinde değişikliklere yol açmaktadır. Hayatta değişim kaçınılmazken sermaye piyasası da dinamik yapısıyla bu değişimleri hızlı ve kolay şekilde bünyesinde hissetmektedir. Ancak, mevcut durumun fotoğrafını ortaya koymak adına ilkenin bugün için taşıdığı anlamın açıklanmaya çalışılması yine de yararlı olabilir.

Kamuyu aydınlatma, genel bir ifadeyle, kapsamında bulunan şirketlerin kanun yahut ilgili düzenleyici işlemlerle belirlenen konularda ve yine ilgili kurallarla belirlenen şekillerde olmak üzere, şirketin aktif konumda olduğu sürekli ve nitelikli bir bilgi paylaşımını öngören vazgeçilmez bir ilke olarak görülebilir. İçinde bulunduğumuz döneme ilişkin durumu doğru yansıtabilmek adına bugün için kamuyu aydınlatmanın yatırımcının korunmasından ve halka açık anonim şirketlerden sıyrılarak, geçmişe yönelik bilgilerin sunulmasından farklı şekilde anlaşılması daha isabetli olacaktır. Zira, aşağıda da açıklandığı üzere, kamuyu aydınlatmanın amacı, kapsamı ve muhatapları, bu sınırları aşmış durumdadır<sup>21</sup>.

Şu hâlde, kamuyu aydınlatmaya ilişkin olarak ilkeyi bütün yönleriyle ortaya koyan ve zaman sınırlarını aşan kavramsal bir belirleme niteliğinde bir tanım getirebilmek pek mümkün görünmemektedir. Bu noktada, kavramın sınırları ile içeriğinin anlaşılmasının yolu, kavramın özünün, unsurlarının ve bağlantı noktalarının bütünsel olarak değerlendirilmesidir. Dolayısıyla tanımı bir sınır olarak kabul etmemek ve en yalın ifadesiyle *kamuyu aydınlatmanın kapsamına dahil konularda şirketin muhataplara aktif olarak ve belirli şekillerde gerçekleştirdiği nitelikli bir bilgi aktarımı* olarak zihinlerde varolmasının yeterli olduğu kabul edilebilir. Bunlarla birlikte, kamuyu aydınlatma kavramında zaman içerisinde anlam genişlemesi ya da daralması olabileceği gözden uzak tutulmamalıdır.

Ayrıca belirtelim ki, *Poroy ve Karayalçın*'ın kullandığı ve o dönemin kamuyu aydınlatma algısını isabetle yansıtan camdan ev benzetmesini bugün için kamuyu aydınlatmayı ifade etmekte yeterli görebilmek olanaklı değildir. Bu benzetme, kamuyu

---

<sup>21</sup> Bkz. Birinci Bölüm-VI-“Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Amacı ve Kapsamı”, Birinci Bölüm-VIII-“Kamuyu Aydınlatmanın Muhatapları”, Birinci Bölüm-X-2-“Pay Sahiplerinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı”.

aydınlatmadan ziyade şeffaflığa daha uygundur<sup>22</sup>. Kamuyu aydınlatmada şirketin sadece mevcut durumunun dışarıdan görülebilir olması yeterli değildir; zira şirket, ilgili düzenlemelerle çerçevesi çizilen hususlarda dışarıya bilgi sunan aktif bir konumdadır. Bu noktada, kamuyu aydınlatmanın çok sıkı ilişki içerisinde olduğu “şeffaflık” (*Transparenz, transparency*) kavramıyla olan ilişkisine yer vermek de ilkenin kavramsal belirlemesinin doğru yapılmasına katkı sağlayacaktır. Şirketler hukukunda geçerli kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri, aralarında çok sıkı bir ilişki olmasına ve zaman zaman eş anlamlı olarak da kullanılmasına karşın birebir olarak aynı kavramı ifade etmezler. Bir görüşe göre şeffaflık, kamuyu aydınlatmanın bir unsuru ve özelliği olarak değerlendirilmektedir<sup>23</sup>. Öte yandan, kamuyu aydınlatmayı, şeffaflığın tamamlayıcısı olarak görenler de mevcuttur<sup>24</sup>. Bir diğer görüşe göre ise kamuyu aydınlatma belirli bilgilerin belirli formatlarda kamuya sunulmasını; şeffaflık ise işlem yapanlar ile işlemlerin görülebilir ve anlaşılabilir olması gerekliliğini ifade eden farklı kavramlardır<sup>25</sup>.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilişkisi açısından da iki kavram arasında net bir sınır çizebilmek mümkün görünmemektedir. Kamuyu aydınlatmanın, şeffaflığın sağlanmasına hizmet ettiğinden şüphe duyulmamalıdır<sup>26</sup>. Diğer taraftan, şeffaflığın artırılması kamuyu aydınlatmanın da gelişimini ve etkinliğini sağlar. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın varlıkları ile birbirlerine destek olan ancak birebir eş anlam taşımayan iki kavram oldukları söylenebilir. Şeffaflığın sağlanmasıyla bir anlamda sorumluluğun etkin kılınması amaçlanmaktadır. Keza kamuyu aydınlatma rejimi şeffaflığa giden yolda bir araç olarak da değerlendirilmeye müsaittir. Zira şeffaflığın sağlanmasında bilginin ulaşılabilir olmasının yanında bilginin uygunluğu, kapsamının yeterliliği ile nitelikli ve güvenilir oluşu da aranmaktadır<sup>27</sup>.

---

<sup>22</sup> Nitekim, TTK’nın Gerekçesinde şeffaflık, “*şirketi ‘camdan cep’ olarak görme anlayışını aşan bir kavram, yeni bir anlayış, şirketi bütün kurumları ile kavrayan bir yaklaşım*” olarak nitelendirilmiştir (Bkz. TTK Genel Gerekçesi, par. 89).

<sup>23</sup> **Paslı, A.:** Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance), 2. Bası, İstanbul 2005, s. 243; **Demir,** Kamuyu Aydınlatma, s. 12; **Kocabıyık, S.:** Bağımsız Denetçinin Üçüncü Kişilere Karşı Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2018, s. 40.

<sup>24</sup> **Coşkun, M.:** Kamunun Aydınlatılması ve Sermaye Piyasaları Açısından Önemi, (içinde Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri, Ed.: Nurhan Aydın), Eskişehir 2009, s. 28.

<sup>25</sup> **Memiş, T./Turan, G.:** Sermaye Piyasası Hukuku, 1. Bası, Ankara 2015, s. 33 vd.

<sup>26</sup> **Fox,** Mandatory Disclosure, s. 239.

<sup>27</sup> **Çelik,** Şirket Demokrasisi, s. 83.

## II- KAMUYU AYDINLATMA İHTİYACI

Hukuk düzeninin zorlayıcı gücünün kişilere belirli şekilde davranma yükümlülüğü yüklediği hâllerden biri bilgi verme yükümlülüğüdür. Sözleşme ilişkisi başta olmak üzere değişik türden hukuki ilişkilerde karşımıza çıkan bu hukuki ödevin özel bir görünümü de anonim şirketlerin belirli türden bilgileri muhataplarla paylaşma zorunluluğudur. Kamuyu aydınlatmanın ilkeselleşmesini sağlayan bu zorunluluğun temelinde kamuyu aydınlatma ihtiyacı bulunmaktadır.

Anonim şirketlerde kamuyu aydınlatma ihtiyacını doğuran sebepler çok çeşitlidir. İleride konunun farklı boyutları ortaya konulduğunda daha iyi anlaşılabilir olan bu sebeplerin başında, şirketin “menfaat sahipleri” ile olan ilişkilerindeki dürüstlüğe aykırı, özellikle de hileli ve aldatıcı işlem ile eylemlerin engellenmesi amacı gelmektedir. Bu kişiler, en yalın ifadeyle, şirket faaliyetlerinden etkilenen kişiler ile şirket faaliyetlerini etkileyen kişilerdir. İşletme biliminde “şirketin paydaşları” olarak da ifade edilen menfaat sahipleri, pay sahiplerinin yanı sıra alacaklılar, şirket çalışanları, şirketin çıkardığı sermaye piyasası araçlarının mevcut ve potansiyel sahipleri ile devletten oluşmaktadır. Aynı zamanda, sermaye piyasasının katılımcıları arasındaki ilişkilerden doğan gereklilikler ile özellikle yatırımcıların ve sermaye piyasasının fonksiyonlarının korunması arzusu da bu ihtiyacı doğuran ikinci ana nedeni oluşturmaktadır. Hemen belirtelim ki, bu hususlar biri diğerine hizmet eden ve iç içe geçmiş bağlantılı konulardır.

Söz konusu sebepleri somutlaştırmak gerekirse, konuya şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler açısından bakmak isabetli olacaktır. Şirket kavramının özünde ortaklar arası bir çıkar birlikteliği mevcut olsa da, şirket tüzel kişiliği altında birlikte kâr elde etme ve bu kârı aralarında paylaşmaya yönelen bu kişilerin kendi aralarında ve şirketle olan ilişkileri çıkar çatışmaları doğurmaya elverişlidir. Buna ek olarak, pay sahipleri dışındaki menfaat sahiplerinin de kendi aralarındaki ve şirketle ilişkileri farklı çıkar ilişkilerini gündeme getirir. Anılan hususların doğurduğu çıkar çatışmalarının ortaya çıkardığı rizikolar birtakım hususların emredici hükümlere bağlanması zorunluluğunu doğurmuştur. Bu noktada, kamuyu aydınlatma zorunluluğuna götüren ihtiyaç da hukuk düzeninin, menfaatleri adil şekilde dengeleme zorunluluğunun bir sonucu olarak karşımıza çıkar. Anonim şirketler hukuku da esasen bu menfaat dengesinin sağlanması üzerine kuruludur.

Anonim şirketlerde ortaya çıkabilecek mülkiyet-yönetim ayrışması da şirketin yapısı ile ilgili kamuyu aydınlatma ihtiyacını doğuran sebeplerden bir diğeridir. Bilindiği üzere, bu tür şirketlerde özden organ ilkesi geçerli olmadığından genellikle yabancı bir malvarlığının işletilmesi söz konusudur. Zira şirkette pay sahibi olmak ya da şirketin

finansmanına borç vererek katılmak şirkette doğrudan bir yönetim hakkını beraberinde getirmez. Pay sahipleri, genel kurula katılma hakkına sahiptir ve bu şekilde oy haklarını kullanarak bir etki gücüne sahip olabilir. Ancak, işlev ayrılığına dayanan organsal düzende şirketin yönetimi prensip olarak bu kişilerce değil yönetim organı tarafından gerçekleştirilir. Pay sahipleri yönetim kurulunu oluşturan bu kişilerin seçiminde ve azlinde söz sahibi olabilmekle birlikte, yönetimde icracı bir konuma sahip bulunmadıklarından, yönetimin faaliyetleri hakkında bilgi sahibi olabilmeleri ile zarar verici işlem ve eylemlerden korunabilmelerinin sağlanması açısından da kamuyu aydınlatma önemlidir. “Şirket” kavramının unsurlarından biri olarak kabul gören “ortak amaç için birlikte çaba gösterme (*affectio societatis*)” unsurunun anonim şirketlerde zayıf olduğunda tartışma bulunmasa da, kamuyu aydınlatma ilkesinin dayandığı fikirlerden birinin de “*affectio societatis*”in belli ölçüde de olsa sağlanabilmesi imkânının yaratılması olduğu öğretide ifade edilmiştir<sup>28</sup>.

Sermaye piyasası ekseninde konuya bakıldığında ise bilginin bu piyasadaki rolünü merkeze alarak bir değerlendirme yapmak gerekir. Tartışmasız bir şekilde kabul edilmektedir ki, sermaye piyasası doğru ve zamanında gelen bilgiler üzerinde yaşar<sup>29</sup>. Yatırımcının bu piyasaya girmesi ve varlığını sürdürmesi ancak bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararlarını verebilme olanağının varlığıyla mümkündür. Gerçekten, yeterli şekilde ve gerçeğe uygun bilgilerin bulunmadığı yahut hileli işlemlerin olduğu bir hukuk düzeninde tasarrufların sermaye piyasasına yönlendirilebilmesi mümkün olmaz. Bu durum da, bir taraftan tasarruf sahiplerinin bu piyasaya yatırım yapabilme imkânlarının ellerinden alınması ve diğer taraftan da anonim şirketlerin sermaye temini kanallarından birinin kapanması anlamına gelecektir. Böylece, bilginin sunulması sermaye piyasasında güvenin temini için şirket açısından kaçınılmaz bir yükümlülük, yatırımcı açısından ise bir hak hâlini almaktadır.

Serbest piyasa ekonomisinin dayandığı temel varsayımlardan biri piyasadaki aktörlerin tüm bilgilere sahip olduklarıdır. Mal ve hizmet fiyatlarının piyasa koşulları çerçevesinde, bir başka deyişle piyasadaki alıcı ve satıcı konumundaki kişilerin arz ve talebine göre belirlendiği serbest piyasa ekonomisinde<sup>30</sup> fiyatın doğru belirlenebilmesi ile

---

<sup>28</sup> Poroy/Tekinalp (Çamoğlu), I, s. 30.

<sup>29</sup> Hopt, K. J.: Die Haftung für Kapitalmarktinformatonen -Rechtsvergleichende, Rechtsdogmatische und rechtspolitische Überlegungen-, WM 2013, Heft:3, s. 102.

<sup>30</sup> Serbest piyasa ekonomisi (pazar ekonomisi), en yalın ifadeyle temel ekonomik sorunların piyasa ve fiyat mekanizması ile çözümlenebileceği, hangi mal veya hizmetten ne kadar üretileceğinin, kârın nasıl paylaşılacağı ve ileriye yönelik yatırımların ne şekilde belirleneceğinin arz-talep ilişkileri ve piyasada oluşan fiyat çerçevesinde belirleneceği düzeni ifade eder. Bu düzende piyasadaki “gizli el” ekonomisi

piyasanın fonksiyonlarını icra edebilmesinde bilginin tam, güvenilir ve ulaşılabilir olması önem taşır. Bu çerçevede, modern ekonomik düzende devletin ekonomiden belirli ölçüde çekilmesinin sakıncalarının ortadan kaldırılması için kamuyu aydınlatmaya ihtiyaç duyulmuştur<sup>31</sup>.

Gerçekten, sermaye piyasasının şeffaf, etkin ve adil şekilde işleyişinin en temel unsuru bilgidir. Yatırımcıların bu piyasada tam bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararlarını alınması ve riskler hakkında yeterince bilgi sahibi olması amaçlanmaktadır. Bunun için piyasa katılımcılarının yeterli ve doğru bilgiyi temin ederek ve özgürce yatırım kararlarını alabilme olanağına sahip olması gerekir.

Bilgiye niceliksel anlamda duyulan ihtiyaç kadar önemli bir diğer konu bilginin niteliği meselesidir. Bilgilendirmenin sağlıklı şekilde yapılmaması şirketlerin gerçek durumlarının bilinmemesine yol açar. Bu olasılıkta, piyasada şeklen bir bilgi dolaşsa da, muhatapların zarara uğrama tehlikeleri doğar. Örneğin, aldatıcı nitelikte bir bilgi, mevcut olmayan bir bilgiden daha tehlikeli bir durum oluşturabilir. Bu tür tehlikelerin sonucunda yatırımcıların kendileri için optimal kararlar almasını engelleyici bir piyasa oluşabilir. Sermaye piyasasındaki ilişkilerin genellikle daha karmaşık, uzun vadeli ve tamamlanmamış ilişkiler olması ile çıkar çatışmalarının daha geniş bir yelpazede karşımıza çıkması “fırsatçı davranış” (*opportunistic behaviour*) olarak nitelendirilen işlem ve eylemlere sıkça rastlanılması sonucunu doğurmaktadır<sup>32</sup>. Sermaye piyasasında kamunun aydınlatılması yoluyla hilenin önlenmesi ve yatırımcıların piyasa beklentilerinin karşılanması da zorunludur; aksi takdirde bu kişilerin sermayelerini piyasadan çekmesi kaçınılmaz olur ve bu durum da piyasada durağanlığa (*stationary*) yol açar<sup>33</sup>.

---

kuralları çerçevesinde arz ve talebi dengelemektedir (**Karayalçın, Y.:** Pazar Ekonomisi ve Hukuk, Batider 1992, C. 16, S. 4, s. 92-95). Devletin ekonomiye müdahalesinin temel amacı ise serbest piyasanın kendi yapısından kaynaklanan olumsuzlukları gidermekteki kamu yararadır (**Yasin, M.:** Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara 2002, s. 29).

Sermaye piyasasının gelişmesinin ancak serbest piyasa ekonomisini ilke olarak benimseyen ülkelerde mümkün olabileceği hakkında bkz. **Çelebican, G.:** Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler ve Türk Bankacılığı, Ankara 1974, s. 11.

<sup>31</sup> **Paslı,** Kurumsal Yönetim, s. 247, dpn. 349. Devletin piyasaları düzenleme gerekçeleri hakkında teoriler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Küçüksozen, C.:** Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999, s. 9-14.

<sup>32</sup> **Kalss, S.:** Recent Developments in Liability for Nondisclosure of Capital Market Information, International Review of Law and Economics 2007, s. 72.

<sup>33</sup> **Easterbrook, F. H./Fischel, D. R.:** Mandatory Disclosure and The Protection of Investors, Virginia Law Review 1984, Vol. 70, s. 670. Sermaye piyasalarında hile ve aldatıcı hareketlerin tarihi neredeyse piyasanın tarihi kadar geçmişe dayanmaktadır. Hollanda’da *Tulip Mania* (1636-1637), İngiltere’de *South Sea Bubble* (1720), Fransa’da *Mississippi Bubble* (1720) bilinen ilk olumsuz tecrübeleri oluşturmaktadır.



Sermaye piyasası faaliyetleri iki kişinin kendi aralarında yaptıkları basit bir sözleşme ilişkisinden farklı özellikler taşımaktadır. Sermaye piyasasındaki muhatap kitlesinin genişliğinden kaynaklı olarak işlem ve eylemlerin sonuçlarının çok geniş bir kitle üzerinde etki doğurması bu özelliklerin başında gelmektedir. Bu sebeple, hileli ya da aldatıcı tek bir vaka dahi hem bu işlem yahut eylemin doğrudan muhatabı olan kişileri hem de piyasaya duyulan güveni zedeleyici sonuçları nedeniyle çok sayıda kişinin refahını olumsuz etkiler. Buna ek olarak, sermaye piyasası araçlarının halka arzında satıcı konumunda bulunan ihraççılar ile alıcı pozisyonundaki yatırımcıların görüşme yapma, bilgi alma ve tartışma fırsatının olmayışı alıcıları koruyucu bir sistemin öngörülmesini zorunlu kılmaktadır<sup>34</sup>.

Hemen ekleyelim ki, sermaye piyasasında bilgiye duyulan ihtiyaç sadece hileli ya da aldatıcı işlemlerin engellenmesi amacından kaynaklanmamaktadır. Şirkette yahut şirket yöneticilerinde bu yönde bir işlem yapma kastı söz konusu olmasa bile, şirket muhataplarına ve dolaylı olarak piyasaya zarar verici durumlar ortaya çıkabilir. İleride ayrıntılı şekilde anlatılacak<sup>35</sup> olan bu durumlar çok çeşitlidir. Örneğin, kamuyu aydınlatmaya yönelik özel hükümlerin yeterince belirli olmadığı bir hukuk düzeninde şirketlerin istemeden de olsa eksik yahut yanıltıcı bilgilendirmeye yatırımcıların zararına yol açması mümkündür<sup>36</sup>. Bu gerekçeyle, kamuyu aydınlatmanın belirli bir çerçevede ve belirli standartlara göre yapılması ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Şu hâlde, kamuyu aydınlatmaya yönelik hukuki düzenleme ve standartlar bilginin niteliğine ve sunulmuş şekillerine etki etmektedir.

Bilginin mevcudiyeti ve belirli nitelikleri haiz olması kadar önemli bir diğer konu ise bilginin, muhataplarla uygun araçlarla ve doğru şekilde paylaşılması gereğidir. Bilginin paylaşılmasına ilişkin yöntemler, kamuyu aydınlatma muhataplarının, özellikle de yatırımcıların, eşit işleme tabi tutulması açısından önemlidir. Bu bağlamda, bilgiye ulaşma olanaklarının bilgi kullanıcıları arasında farklılaşması ve bilgiden kaynaklı haksız çıkar sağlanmasının önüne geçilmesi hedeflenmektedir.

Sermaye piyasasının fonksiyonlarını koruyabilmesinde de kamuyu aydınlatma özel bir yere sahiptir. Kamuyu aydınlatmanın piyasanın işleyişi açısından önemine

---

<sup>34</sup> **Manavgat, Ç.:** Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına Halka Arz ve Sermaye Artırımı, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (6-7 Haziran 2013, İstanbul), Ankara 2017, s. 117, 118.

<sup>35</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-“Sorumluluğa Yol Açan Hâller”.

<sup>36</sup> Örneğin, aşırı bilgi sunulmasının (*information overload*) söz konusu olabileceği ve bu alanda kamu yararının sağlanabilmesi için de kamuyu aydınlatmaya yönelik hükümlere ihtiyaç olduğu üzerinde durulmaktadır (**Easterbrook/Fischel**, s. 681).

bakıldığında, sermaye piyasası hukukunun omurgasını oluşturduğuna yönelik benzetmeye yer vermek yerinde olacaktır<sup>37</sup>. Gerçekten, piyasanın varlığını koruyabilmesi açısından önem taşıyan kamuyu aydınlatma, piyasanın işleyişinin sağlıklı olabilmesi açısından da taşıyıcı bir role sahiptir. Kanun koyucunun öngördüğü düzenlemeler çerçevesinde ve yetkili düzenleyici-denetleyici otoritenin gözetiminde temini hedeflenen güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir piyasanın mevcudiyeti için kamuyu aydınlatmanın gereği gibi sağlanmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Piyasanın kendi riskleri dışında mevcut olmaması gereken engelleri içinde barındırması güvensizliğe işaret eder; hukuk sistemlerinden beklenen ise bunların ortadan kaldırılarak eşit, açık ve adil bir piyasanın yaratılmasıdır<sup>38</sup>.

Sermaye piyasasının sağlıklı işlerliği açısından kritik öneme sahip konulardan biri yatırımcıların korunması yoluyla piyasada güvenin temini ve hâkim kılınmasıdır. Tıpkı finansal sistemde bankaların “güven kuruluşu” olarak nitelendirilmesi gibi menkul kıymetler de “güven ürünü (*credence product*)” olarak görülmektedir<sup>39</sup>. Kamuyu aydınlatma ihtiyacının altında yatan ana gayelerden biri de piyasaya güven duyulmasını ve bu güvenin sürdürülmesini sağlamaktır<sup>40</sup>. Piyasaya olan güvenin etki gücü yüksek, sonuçları ise çok çeşitlidir. Yatırımcı piyasadaki bilgilere güvendiğinde daha fazla fon sunmakta ve piyasadaki ürün çeşitliliği ile derinliğini teşvik etmektedir. Bu güven aynı zamanda bilgilerin doğruluğuna yönelik daha az araştırma yapma ihtiyacını beraberinde getireceğinden işlem maliyetlerinin düşürülmesi gibi dolaylı ekonomik kazanımları karşımıza çıkarmaktadır<sup>41</sup>.

Öte yandan, piyasanın kendi haline bırakılması hâlinde doğabilecek bazı sorunlar kamuyu aydınlatmaya yönelik emredici nitelikteki düzenlemelerin zorlamasıyla engellenmeye çalışılmaktadır. Bu açıdan ileride kamuyu aydınlatmanın işlevlerinde yer verilen ayrıntılara geçmeden ilk etapta vurgulanması gereken husus, asimetrik bilgi (*Informationsasymmetrien, informational asymmetries*) probleminin<sup>42</sup> çözümü yahut

---

<sup>37</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 188.

<sup>38</sup> **Tanör, R.:** Türk Sermaye Piyasası, C. 2, İstanbul 2000, s. 35.

<sup>39</sup> **Veil, R. (Ed.):** European Capital Markets Law, 2nd Edition, Oxford and Portley Oregon 2017, s. 282.

<sup>40</sup> **Easterbrook/Fischel**, s. 692.

<sup>41</sup> **Easterbrook/Fischel**, s. 693.

<sup>42</sup> Asimetrik bilgi problemini ortaya koyan çalışma için bkz. **Akerlof, G. A.:** The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics 1970, Vol. 84, No: 3, s. 488-500. **Akerlof**, bütün dünyada ses getiren bu çalışmasında *limonlar piyasası* adı verilen bir modele dayanmıştır. İkinci el araç piyasasında bilginin mevcut olmaması varsayımında, kalitesi düşük ve durumu kötü araçların (ABD’de sorun çıkartıcı ikinci el araçlar için kullanılan ifadeyle “limonlar”ın) kalitesi ve durumu iyi düzeyde olan araçlarla ayırt edilemeyeceği gerekçesiyle bu ikisi arasında ortalama bir fiyat

minimize edilmesi ihtiyacıdır. Sermaye piyasalarında söz konusu olabilen başarısızlıkların temel nedenlerinden birini oluşturan asimetrik bilgi problemi, piyasa katılımcıları arasındaki bilgi farklılıklarının yarattığı ters seçimin doğurduğu zararlı ve istenmeyen sonuçları ifade eder. Asimetrik bilgi problemi, piyasanın bütün katılımcıları arasında söz konusu olabilir ve sağlıklı fiyat oluşumu ile piyasa etkinliğinin sağlanmasının da en büyük engellerinden biridir. Kamuyu aydınlatma özellikle yöneticilerin şirket hakkında daha fazla bilgiye sahip olmasının kaçınılmazlığının doğurduğu tehlikelerin azaltılmasında da en etkili hukuki araçtır. Bu bağlamda, asimetrik bilgi sorununun minimize edilmesi isteği, kamuyu aydınlatma ihtiyacını ortaya çıkaran ana nedenlerden birisidir.

Piyasa özellikleri bağlamında ayrı bir parantez açılması gereken husus, *Fama* tarafından ileri sürülen, uluslararası literatürde bir varsayım olarak kabul gören “etkin sermaye piyasası kuramı”dır (*Efficient Capital Market Hypothesis*)<sup>43</sup>. Zorunlu kamuyu aydınlatmanın gerekliliği ile kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun, etkin sermaye piyasası teorisi göz önünde bulundurulmaksızın anlaşılabilmesi mümkün değildir<sup>44</sup>. Bu teori temel olarak, piyasadaki fiyatların sunulan bilgileri tam olarak yansıttığı varsayımından hareket etmektedir<sup>45</sup>. İleride daha ayrıntılı olarak değinilecek<sup>46</sup> olan bu teorinin dayandığı temel argümanlardan biri, likit bir piyasada fiyatı belirleyen unsurun bilgi olduğu kabulüdür<sup>47</sup>. Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının sağlıklı oluşumu için kamuyu aydınlatmaya ihtiyaç duyulmaktadır.

Açıklanan çerçevede, anonim şirketlerin ve sermaye piyasasının özelliklerinden kaynaklanan sebeplerle kamuyu aydınlatma ihtiyacının mevcut olduğunun anlaşılmasının

---

doğacağı ve bunun da fiyatın doğru belirlenememesi sorunu yaşatacağı ortaya konulmuştur. Buna ek olarak, belirsizliğin yaratacağı güven problemi dolayısıyla piyasa etkinliğinin bozulacağı ve ters seçim (*adverse selection*) ile ahlaki tehlikenin (*moral hazard*) söz konusu olacağı sonuçlarına varılmıştır.

Asimetrik bilgi problemi, “bilgi dengesizliği” olarak da ifade edilmiştir (**Manavgat, Ç.:** Bilgiye Dayalı Manipülasyonda Menfaat Elde Etme Şartının Yerindeliği, *Batider* 2017, C. 33, S. 2, s. 31-36).

<sup>43</sup> **Fama, E. F.:** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance* 1970, Vol. 25, No. 2, s. 383-417.

<sup>44</sup> **Paredes, T. A.:** Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, *Washington University Law Quarterly* 2003, Vol. 81, s. 424.

<sup>45</sup> **Easterbrook/Fischel,** s. 694; **Klöhn, L.:** Marktbetrug (Fraud on the Market), *ZHR* 178/2014, s. 675; **Wichmann, R.:** Haftung am Sekundärmarkt für fehlinformationsbedingte Anlegerschäden, *Tübingen* 2017, s. 58.

<sup>46</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-I-2-B-“Etkin Sermaye Piyasası Teorisi”.

<sup>47</sup> **Fox, M. B.:** Civil Liability and Mandatory Disclosure, *Columbia Law Review* 2009, Vol. 109, No. 2, s. 243; **Richter, S.:** Schadenszurechnung bei deliktischer Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktinformation, *Tübingen* 2012, s. 21-26.

sonrasında sermaye piyasaları kendi işleyişine terk edilmemiştir. Piyasanın devletler tarafından düzenleme, denetim ve gözetim altında tutulmasında bu piyasanın menfaat çevresinin geniş ve katılımcı sayısının fazla olması da etkili olmuştur. Bu noktada, devletlere düşen önemli görevlerden birinin kamuyu aydınlatma konusunda zorlayıcı düzenlemelerle muhataplara nitelikli bilgi sunulmasının temini olduğu anlaşılmıştır. Kamuyu aydınlatmanın belirli hâllerde zorunlu kılınmasının altında yatan varsayım da bu ihtiyacın varlığına rağmen kamuyu aydınlatma zorunluluğunun öngörülmemesi hâlinde piyasadaki bilgilendirmenin yetersiz şekilde yapılacağıdır<sup>48</sup>. Sonuç olarak, şirketler hukukunun ve sermaye piyasası hukukunun gelişim sürecinde edinilen tecrübelerden çıkarılan derslerle ve *olması gereken hukuk* arayışlarıyla farkına varılan kamuyu aydınlatma ihtiyacı, devletlerin bu alana müdahalesini ve büyük ölçüde emredici nitelikte olan düzenlemelerin yürürlüğe konulmasını beraberinde getirmiştir.

### III- KAMUYU AYDINLATMANIN “İLKE” HALİNE GELMESİ SÜRECİ

Sermaye piyasalarının oluşumu, bireylerin neden bu şekilde bir piyasa oluşturup yatırım yapmıyoruz şeklinde aniden akla gelen bir soru işaretinden değil tarihsel süreçteki beşeri faaliyetlerin doğal bir parçası olarak gerçekleşmiştir<sup>49</sup>. Sermaye piyasası hukuku da bu süreçte piyasada oluşan birtakım olumsuz gelişmelere tepki niteliğindeki kurallar bütünü olarak şekillenmiştir<sup>50</sup>.

Tarihsel süreç göstermektedir ki, anonim şirketlerin pay ve borçlanma aracı ihracı başta olmak üzere sermaye piyasası faaliyetlerinde yaşanan suistimaller ile aldatıcı ve hileli hareketler bu alanın birtakım kural ve ilkelere bağlanması gerekliliğini ortaya çıkartmıştır. *Hobbes*'un modern devletin dayandığını savunduğu toplum sözleşmesinin temel gerekçesi olarak gördüğü “*İnsan insanın kurdudur (homo homini lupus)*” söylemiyle ifade ettiği, hukukun müdahale etmediği durumda insan doğasının kötü olması ve bireylerin birbirlerine zarar vermeye yatkın olması bu alanda kendini fazlasıyla göstermiştir. Bu ifadenin devletin toplum sözleşmesine dayanan meşruiyet temelini ortaya koymasına benzer şekilde, sermaye piyasası hukukunun ortaya çıkmasını, gelişmesini ve meşruiyet kazanmasını sağlayan da bu alandaki dürüstlüğü aykırı hareketlerin engellenmesi amacı olmuştur. Bu bağlamda, özel hukuk temelli ilişkilere

<sup>48</sup> **Enriques, L/Gilotta, S.:** Disclosure and Financial Market Regulation, The Oxford Handbook of Financial Regulation (Edit. Moloney, N./Payne, J.), Oxford 2015, s. 512.

<sup>49</sup> **Burn L./Greene, E.:** What are capital markets and what are they for?, Capital Markets Law Journal 2016, Vol. 11, Issue 3, s. 343.

<sup>50</sup> **Çetin, N.:** Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2011, C. 15, S. 1, s. 2.

kamu hukuku nitelikli kurallar ve yetkili bir kamu otoritesinin düzenleme, denetleme ve yaptırım uygulama gibi yetkileri dahil olmuştur.

Sermaye piyasalarının gelişiminde dürüstlüğe aykırı işlem ve eylemler ile skandal boyutuna varan olayların yukarıda aktarılan çerçevede kamuyu aydınlatma ihtiyacını ortaya çıkarması sonrasında, karşımıza çıkan gerekliliklerin temel bir ilke hâlini alması da yine zaman içerisinde olmuştur. Bu süreç içerisinde kamuyu aydınlatmaya yönelik yaklaşımların uğradığı değişimler, kavramın algılanışında farklılıkları beraberinde getirmiştir.

Aynı zamanda, şirketler hukukunun tarihsel gelişimi zamanla yeni kural ve ilkelerin ortaya çıkmasını sağlamıştır. Oluşturulan yeni kuralların bir kısmı basit bir tercihten ibaretken bir kısmı da uygulamanın ve yargısal kararların ortaya çıkardığı önemli ihtiyaçlardan kaynaklanmaktadır. Özellikle 20. yüzyıldan ve 21. yüzyılın günümüze kadar geline zamanında ülkeler arası ilişkilerin yoğunluk kazanması, teknolojinin de gelişimiyle yeni düşüncelerin yayılmasına hizmet etmesinin yanı sıra hukuki ilişkilerin ortak esaslara bağlanması eğilimini artırmıştır. Kıta Avrupası hukukunda, esas itibarıyla şirket ilgililerinin bir kısmının hukuka aykırı işlem ve eylemlerle zarara uğratılmış olduğu gerçeğinin kabulüyle alacaklılar dışındaki kişilerin belirli açılardan korunma gerekliliklerinin farkına varılmış ve kamuyu aydınlatma ihtiyacı ağırlık kazanmıştır<sup>51</sup>. Dolayısıyla kamuyu aydınlatmanın ilke hâline gelmesi, başlangıçta bir tepki olarak ortaya çıkmış ve zamanla zorunluluk hâline gelmiştir.

İlkeselleşme sürecine bakıldığında, kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerin İngiltere’de ortaya çıkıp daha sonra ABD başta olmak üzere diğer ülkelere yayıldığı<sup>52</sup> ve zaman içerisinde kapsam ile muhataplarının genişlediği görülmektedir. İngiltere’de 1285 yılında Kralın menkul kıymet satımını verilecek ruhsata bağlayan düzenlemesi, sermaye piyasası araçlarına yönelik ilk düzenleme olarak kabul edilmektedir<sup>53</sup>. Bu ülkede 18. yüzyılda “sabun köpüğü” ve “saman alevi” skandalları olarak da adlandırılan *South Sea Bubble* olayları gerçekleşmiştir. Söz konusu olayların ortak noktası, çeşitli söylenti ve spekülasyonlarla bazı şirketlerin pay senetlerinin değerlerinin yüksek meblağlara ulaşması ve sonrasında da aşırı değer kaybı yaşanması yoluyla çok sayıda yatırımcının

<sup>51</sup> **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 5-9.

<sup>52</sup> **Kabaalioglu, H. A.**: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985, s. 10 vd; **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 27; **Karşı, M.**: Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul 1989, s. 455; **Fertekligil, A.**: Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi, İstanbul 2000, s. 279; **Çelik, A.**: Bağımsız Denetim Kuruluşlarının Sorumluluğu, Ankara 2005, s. 26; **İhtiyar**, s. 6-11; **Kırca, İ./Şehirli Çelik, F. H./Manavgat, Ç.**: Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, Ankara 2013, s. 198, 199; **Üçışık**, s. 4.

<sup>53</sup> **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 17; **İhtiyar**, s. 11; **Coşkun**, s. 7.

zararına yol açmasıdır. Bu tür menfi olaylar sonrasında 1720 tarihli *Bubble Act*<sup>54</sup> yürürlüğe konulmuştur. Bu Kanunun içerdiği hükümlerin çok katı ve sermaye piyasasının gelişimini engelleyici nitelikte olması gerekçesiyle 1825’de yürürlükten kaldırılması sonrası süreçte *William Ewart Gladstone* başkanlığındaki Komisyonun hazırladığı *Gladstone Raporu* hukuk sistemlerini kamuyu aydınlatma ilkesine kadar götüren yoldaki ilk belge olarak kabul edilmektedir<sup>55</sup>. Bu bağlamda, Raporun hazırlandığı 1844-1845 yılları kamuyu aydınlatmanın tanındığı tarih olarak gösterilmektedir. Sonrasında yürürlüğe konulan 1867 tarihli Şirketler Kanunu<sup>56</sup> da kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümler içermiştir. Bu alandaki uygulama tecrübelerine ise meşhur *Derry v. Peek* davası (1889) ile yine İngiltere öncülük etmiştir<sup>57</sup>. Bu dava yatırımcıların aleyhine karara bağlanmış olsa da, karar aleyhine gelişen tepkiler 1890 tarihli *The Director’s Liability Act*’in yürürlüğe konulmasına etki etmiş ve bu serüvende rol oynamıştır. 1895 tarihli *Davey Raporu* ile 1926 tarihli *Greene Raporu*<sup>58</sup> ve sonraki süreçte yürürlüğe konulan 1900 tarihli Şirketler Kanunu<sup>59</sup> ile bu Kanun sonrasındaki şirketler hukuku kanunları ile (1948, 1967, 1976, 1985, 2004, 2006) İngiliz hukukunda kamuyu aydınlatma ilkesi günden güne yoğunluğunu artırmıştır.

ABD sermaye piyasası ise 19. yüzyılda ve 20. yüzyılın başlarında yaşanan olaylar sonrasında yürürlüğe konulan Mavi Gök Kanunları olarak ifade edilen *Blue Sky Laws*<sup>60</sup> ile filizlenmiştir. Mavi Gök Kanunları, federal düzeyde olmayan ve eyaletlerin aynı amaca yönelik 1911-1931 arasında çıkarttıkları kanunların genel adıdır. Söz konusu kanunlar, yatırımcıyı koruma amaçlı olup izin sistemine<sup>61</sup> vücut veren ilk örnekler olarak

---

<sup>54</sup> “An Act for better securing certain Powers and Privileges, intended to be granted by His Majesty by Two Charters, for Assurance of Ships and Merchandise at Sea, and for lending Money upon Bottomry; and for restraining several extravagant and unwarrantable Practices therein mentioned”.

<sup>55</sup> **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 21; **İhtiyar**, s. 13; **Coşkun**, s. 8.

<sup>56</sup> “The Companies Act, 1867”.

<sup>57</sup> **Hellgardt, A.:** Kapitalmarktdelikttsrecht, Tübingen 2008, s. 80.

<sup>58</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 24-27.

<sup>59</sup> “The Companies Act, 1900”.

<sup>60</sup> Söz konusu kanunlara *Blue Sky Laws* denilmesinin sebebi ABD’de *Hall v. Geiger-Jones Co.* Davasına ilişkin 1917 tarihli kararda kullanılan ifadelerdir. Bu ifade, aldatıcı eylem ve işlemlerin ne boyuta ulaştığını ifade etmek için neredeyse gökyüzünün dahi menkul kıymetleştirilip satıldığını ifade etmek üzere tercih edilmiştir.

<sup>61</sup> İzin sistemi, menkul kıymet ihracının yetkili kamu otoritesinin yapacağı ekonomik yerindelik ve liyakat denetimine bağlı olarak vereceği izne dayalı olarak oluşturulan sistemdir (Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp, Ü.:** Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s. 22-28; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 156-164).

kabul edilmektedir<sup>62</sup>. Mavi Gök Kanunları, menkul kıymet ihracı ile ilgili olarak yalnızca yetkili kamu otoritesine bilgi aktarımını öngörmüş; ancak, kamu otoritesine sunulan bilgilerin yayımına yönelmemiştir. Bu sebeple Mavi Gök Kanunları yatırımcıların kararlarını bilgilendirilmiş şekilde alabilmesi olanağını yaratamamıştır. Her ne kadar Mavi Gök Kanunları kamuyu aydınlatma ilkesini içermese de<sup>63</sup>, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu<sup>64</sup> ve 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'na<sup>65</sup> öncülük etmeleri dolayısıyla önemlidir<sup>66</sup>. 1933 tarihli ABD Menkul Kıymetler Kanunu ile izin sisteminden kamuyu aydınlatma sistemine geçişin sağlanması, kamuyu aydınlatmanın bütün dünyada ilke olarak kabulünde en önemli adımlardan biri olmuştur. Federal düzeydeki 1933 ve 1934 tarihli Kanunlar ile ABD'de gizliliğin genel kural olduğu dönem son bulmuş ve aydınlatma esası benimsenmiştir. Bu tarihten sonra da sermaye piyasasının düzenlenmesinde kamuyu aydınlatma felsefesi (*disclosure philosophy*) her zaman göz önünde tutulmuştur<sup>67</sup>. Son olarak, Sarbanes-Oxley Kanunu<sup>68</sup> ile öncekilere ek birtakım yeni kamuyu aydınlatma gereklilikleri yürürlüğe konulmuştur. Kamuyu aydınlatmanın ABD hukukunda bu denli baskın bir role kavuşmasının etkisiyle, ilke Kıta Avrupası hukuk sisteminde de önem kazanmıştır.

Avrupa'da kamuyu aydınlatma ilk kez *Segré Committee*'nin 1966 tarihli raporunda vurgulanmış<sup>69</sup> ve bu belge ileride ilke hâline gelecek kamuyu aydınlatma sisteminin AB hukukundaki zeminini hazırlamıştır<sup>70</sup>. Kamuyu aydınlatmanın Avrupa

---

<sup>62</sup> **Karşı**, s. 455; **Turan, G.:** Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2016, C. 20, S. 1, s. 197.

<sup>63</sup> **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 50; **İhtiyar**, s. 17, 18 dnp, 35; **Turan**, s. 197; **Keskin**, s. 8.

<sup>64</sup> Securities Act of 1933 (SA).

<sup>65</sup> Securities Exchange Act of 1934 (SEA).

<sup>66</sup> Bu Kanunların kamuyu aydınlatma ilkesinin temelini oluşturduğu hakkında bkz. **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 5.

1933 tarihli ABD Menkul Kıymetler Kanununun yürürlüğe konulmasında, İngiltere'de yürürlüğe konulan 1900 tarihli Şirketler Kanunundan (*the Companies Act, 1900*) da etkilenildiği hakkında bkz. **Kabaalioglu, H. A.:** Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Türk Ticaret Kanunu'nun 30. Yılı Semineri, İstanbul 1988, s. 536.

<sup>67</sup> **Brinckmann, H.:** Foundations (içinde European Capital Markets Law, Ed.: Rüdiger Veil), 2nd Edition, Oxford and Portley 2017, s. 265.

<sup>68</sup> Sarbanes-Oxley Act of 2002 ("An Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes").

<sup>69</sup> Literatürde Komisyon Başkanı *Claudio Segre*'nin adıyla anılan bu Komite Avrupa Komisyonu tarafından atanmış ve "Avrupa Sermaye Piyasasında Gelişmeler" (*The development of a European capital market*) başlıklı Raporunu Kasım 1966'da yayımlamıştır. Raporun 11. bölümü, sermaye piyasasında bilginin önemine, bilgi aktarım mekanizmalarına ve kamuyu aydınlatmaya yöneliktir.

<sup>70</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 265; **Veil**, s. 4.

Birliğı (AB) hukukundaki yerine aşağıda ayrıntılı olarak değinilecektir<sup>71</sup>. Ancak, yeri gelmişken söylemekte yarar vardır ki, AB'nin sermaye piyasalarına ilişkin yönergelerinin odak noktasını kamuyu aydınlatma oluşturmuştur<sup>72</sup>. Hatta, AB'nin şirketler hukukuna ilişkin düzenlemelerinin merkezinde de yine kamuyu aydınlatma bulunmaktadır<sup>73</sup>.

Sonuç olarak, doğum yeri İngiltere olsa da, gösterdiği gelişim ve tüm dünyaya yayılması göz önüne alındığında, ilkeselleşmesini sağlayan ülke ABD'dir. Yalnız, geçtiğimiz yüzyılın özellikle son çeyreğı ile 2000'li yıllarda Avrupa'da da bu konuda büyük mesafe katedildiğini ve bu gelişimin devam ettiğini gözden uzak tutmamak gerekir.

Kamuyu aydınlatmanın Türk sermaye piyasası hukukunun temel bir ilkesi haline gelişi ise eş zamanlı olmasa da yabancı hukuk sistemlerindeki gelişim sürecine paralel gerçekleşmiştir. Aşağıda ayrıntılı şekilde incelenmiş olan<sup>74</sup> bu tarihsel sürecin, en yalın ifadeyle, yılsonu finansal tabloları bağlamında ortaya çıkan bir öğretinin gelişimi sonucunda gerçekleştiğı TTK'nın genel gerekçesinde de ifade edilmiştir<sup>75</sup>. Her ne kadar kamuyu aydınlatma hukukumuzda 2499 sayılı Kanunla dahil olmuşsa da, temel bir ilke hâlini almasının 1992 yılında yapılan değışiklikle gerçekleştiğini söylemek yanlış olmayacaktır<sup>76</sup>. İlke, 1992 sonrasında kapsamını ve muhatap çevresini giderek genişletmiştir. Bu süreçte kavramın özü değışmese de, uygulama alanı ve boyutları sürekli gelişmiş<sup>77</sup>; halka açık anonim şirketlerin bütün faaliyetlerine sirayet etmiş ve daha sonra bunu da aşar şekilde sermaye piyasası aracı ihraç etmiş bütün şirketlerde belli ölçüde uygulama alanı bulmuştur. Söz konusu genişleme, günümüzde anonim şirketler

<sup>71</sup> Bkz. Birinci Bölüm-IV-“Kamuyu Aydınlatmanın Avrupa Birliğı Hukukunda Düzenlenişi”.

<sup>72</sup> **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 179, 180.

<sup>73</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 265.

<sup>74</sup> Bkz. Birinci Bölüm-V-“Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Türk Hukukundaki Tarihsel Gelişimi ve Ana Hatlarıyla Yürürlükteki Düzenlemeler”.

<sup>75</sup> Bkz. TTK Genel Gerekçesi, par. 68.

<sup>76</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Birinci Bölüm-V-1-“Tarihsel Gelişim”; 3794 sayılı “Sermaye Piyasası Kanununda Değışiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu'nun Bir maddesinin Değıştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun” (RG. 13.05.1992, S. 21227) Madde Gerekçeleri, m. 34.

Kamuyu aydınlatma, Türk sermaye piyasası hukukunun kodifikasyon temellerinin atıldığı ve kamuyu aydınlatmadan genellikle ve neredeyse sadece mali tabloların kamuyla paylaşılmasının anlaşıldığı 1985 tarihli bir çalışmada dahi “*oldukça geniş bir konu*” olarak değeriendirilmiştir (**Tuncer**, s. 324, 325).

Türk sermaye piyasasının 1992 değışiklikleri sonrasında oturmuş sayılabileceğı değeriendirmesi için bkz. **Karayalçın, Y.:** Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Gelişmeler, Batider 1996, C. 18, S. 4, s. 119.

<sup>77</sup> **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 10, 11. *Kaya* ise kamuyu aydınlatmanın faaliyetten ziyade bir durumu ifade eden ve geniş ve çok boyutlu bir kavram olduğu ve uygulama alanının zaman içerisinde genişlediğini ifade etmiştir (**Kaya**, s. 16, 17).



hukukunun bütününe ilgilendirir bir kapsama ulaşmıştır<sup>78</sup>. Bugün gelinen noktada, kamuyu aydınlatma ilkesinin ortaya koyduğu vizyon, diğer düzenlenmiş piyasalara, sektörlerle ve hatta kamu kesimine örnek olarak gösterilmektedir<sup>79</sup>. Söz konusu değişim kamuyu aydınlatmanın dinamik bir ilke olması<sup>80</sup> gerçeğiyle açıklanabilir.

Nihayet, gelinen noktada kamuyu aydınlatma ilkesi, sermaye piyasalarına ilişkin düzenleme tercihlerinin ana unsuru ve evrensel nitelikte bir prensip olarak uluslararası boyutta kabul görmektedir<sup>81</sup>. Sermaye piyasası hukukunun amaçlarının gerçekleştirilmesinde kamuyu aydınlatmanın temel bir ilke olduğu Türk öğretisinde de vurgulanmıştır<sup>82</sup>. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatmanın gereği gibi sağlanması, sermaye piyasasında hem bir amaç hem de sermaye piyasası hukukunun genel amaçlarına ulaşılabilmesine yönelik evrensel bir hukuki araç konumunda görülebilir.

#### **IV- KAMUYU AYDINLATMANIN AVRUPA BİRLİĞİ HUKUKUNDA DÜZENLENİŞİ**

##### **1- Genel Çerçeve**

Günümüz ekonomik düzeninde küreselleşme olgusunun sonuçlarını gösterdiği alanlardan biri de sermaye piyasalarıdır. Ülkeler arasında ekonomik ilişkilerin gelişmesi, teknolojik gelişimin de verdiği imkânlarla sınıraşan sermaye hareketliliğini geliştirmiştir. Sermaye piyasalarının dünya çapındaki entegrasyonu, ülke sınırlarını aşan fon arz ve talebini beraberinde getirmiştir. Gelişen olanaklar, yatırımcıların tasarruflarının sadece ülke içinde değil aynı zamanda diğer ülkelerdeki avantajlı yatırım seçeneklerine kaymasını; ihraççıların ise yabancı yatırımcıların kaynaklarını kullanabilmesini sağlamıştır. Dünya piyasalarının hukuki anlamda olmasa da, fiili olarak bütünleşmesi uluslararası rekabeti de artırmaktadır. Söz konusu alanda şirketlerin uluslararası rekabet gücü kadar önemli olan bir diğer konu da tabii olduğu hukukun uluslararası rekabet gücüdür.

Avrupa devletlerinin kendi içerisindeki birlik düşüncesi, siyasi olduğu kadar üye devletlerin dışarıya karşı kendi ekonomik düzenlerini güçlü hale getirmelerine yöneliktir.

---

<sup>78</sup> Bkz. TTK Genel Gerekeşesi, par. 68.

<sup>79</sup> **Karacan, A. İ.:** Sermaye Piyasası Hukuku (Yazılar), C. 1, İstanbul 2017, s. 7.

<sup>80</sup> **Tekinalp,** Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 11; **İhtiyar,** s. 91.

<sup>81</sup> **Moloney, N.:** How to Protect Investors, Cambridge 2010, s. 288.

<sup>82</sup> **Tekinalp,** Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 5; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Hukuku, s. 109.

Kamuyu aydınlatmanın günümüzde basit bir sermaye piyasası ilkesi olmaktan çıkıp küresel bir yönetim ilkesine dönüştüğü dahi ifade edilmektedir [**Okakın, E.:** Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İdare Hukuku Açısından Sermaye Piyasası (Ed.: Kutlu Gürsel, M.), Ankara 2016, s. 87].

Bu amaçla, şirketler ve sermaye piyasası hukukuna ilişkin bir dizi hukuki düzenleme yapılmıştır. Kamuyu aydınlatma, bu alanlara ilişkin ilk hukuki düzenlemelerden bugüne kadar Avrupa Birliği'nin tercihlerinin merkezinde yer alan bir kavram olmuştur<sup>83</sup>. Birliğin, özellikle izahnamede sunulması gereken bilgilerin uyumlaştırılmasında, içerden öğrenenlerin ticaretinin engellenmesi, şirket içi birtakım bilgilerin (içsel bilgilerin) hızla paylaşımı, sermaye piyasası araçları organize piyasalarda işlem gören ihraççıların yatırımcılarını düzenli şekilde bilgilendirmeye yönelik raporları gibi konularda yapılan düzenlemelerle yatırımcıları ve piyasayı koruyucu etkili adımlar attığı kabul edilmektedir<sup>84</sup>. Gerek bu düzenlemelerin Türk hukukuna olan etkisi, gerek bu alanda oluşturulan normların standardizasyonuna uyumun taşıdığı önem dolayısıyla kamuyu aydınlatma konusundaki AB düzenlemelerinin genel çerçevesinin ortaya konulması zorunludur. Ancak, Türk şirketler hukukuna ve sermaye piyasası hukukuna etki eden ülkelerin her birinin kamuyu aydınlatmaya ilişkin ulusal düzenlemelerinin tamamının bağımsız olarak incelenmesi bu çalışmanın amacının ve sınırlarının ötesinde olduğundan yabancı hukuk sistemlerindeki düzenlemelerden ve doktrinel birikimden yeri geldikçe yararlanılacaktır.

İlk olarak belirtelim ki, Avrupa ekonomisinin, sermaye piyasasından ziyade bankalardan sağlanan finansmana bağımlılığı ABD'ye görece yüksektir<sup>85</sup>. Banka dışı finansman olanaklarının geliştirilmesinin ekonomik krizlerin atlatılmasındaki olumlu fonksiyonu göz önüne alınarak, sermaye piyasası alanındaki düzenlemelerin temel hedefi, Avrupa sermaye piyasası hukukunun geliştirilerek Birlik ekonomisine direnç kazandırılması olmuştur<sup>86</sup>. Bu noktada, Avrupa Sermaye Piyasaları Birliği'nin (*Capital Markets Union*) kurulması yoluyla piyasaya fon aktarımının kolaylaştırılması amaçlanmaktadır<sup>87</sup>. Birliğin kuruluş hedefleri çerçevesinde ortak pazar ruhuyla düzenlemelerin uyumlaştırılması ve sermayenin serbest dolaşımının sağlanması da karar alıcıları bu düzenlemelere götüren diğer temel nedenleri oluşturmaktadır.

Kamuyu aydınlatma, Avrupa'da ilk defa, yukarıda da belirtildiği gibi *Segré Committee*'nin 1966 tarihli "Avrupa Sermaye Piyasasında Gelişmeler Raporu"nda zikredilmiştir. Bu Raporla daha sonra yapılacak düzenlemelerin tohumu atılmış; kamuyu

---

<sup>83</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 265.

<sup>84</sup> **Burn, L.:** Disclosure in the EEA securities markets-making sense of the puzzle, *Capital Markets Law Journal* 2008, Vol. 3, Issue 2, s. 139.

<sup>85</sup> **Burn/Greene**, s. 347; **De Jong, B./Arons, T.:** *Capital Markets Union in Europe* (Editors: Busch, D./Avgouleas, E./Ferrarini, G.), Oxford 2018, s. 237, 240.

<sup>86</sup> **Burn/Greene**, s. 347.

<sup>87</sup> **De Jong/Arons**, s. 241.

aydınlatmanın, yeknesak Avrupa Sermaye Piyasası Hukuku’nun hayata geçirilmesinin ve varlığını sürdürebilmesinin gerekli bir ön koşulu olduğu vurgulanmıştır<sup>88</sup>. Avrupa Birliği’nin kamuyu aydınlatma ile ilgili görülebilecek ilk direktifi ise 9 Mart 1968 tarihli ve 68/151/EEC sayılı “Kamuyu Aydınlatma Direktifi” (*Disclosure Directive*) olarak anılan düzenlemedir<sup>89</sup>. Ancak, Avrupa sermaye piyasası hukukunda kamuyu aydınlatma sisteminin gelişiminin esas itibarıyla 79/279/EEC sayılı “Menkul Kıymetlerin Kayda Alınması Direktifi”<sup>90</sup> ile başladığı kabul edilmektedir<sup>91</sup>. Bu Direktif, halen yürürlükte olan 2001/34/EC sayılı Direktif<sup>92</sup> ile yürürlükten kaldırılmıştır.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzı yahut organize piyasalarda işlem görmesi için izahname yayımlanması zorunluluğu ise AB hukukunda ilk defa 1979 tarihli Direktif ile düzenlenmiştir. Daha sonra bu konuda da değişiklikler söz konusu olmuş ve 2003 yılında 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi<sup>93</sup> kabul edilmiştir. İzahname Direktifi, menkul kıymet ihracında izahnameyi merkeze alan bir anlayışın yerleşmesinde ve bu bağlamda izahnameden doğan sorumluluğa ilginin artması konusunda Avrupa düzeyinde en fazla etki doğuran düzenleme olmuştur. Son olarak, Avrupa Birliği çapında yeknesaklığın tam olarak sağlanabilmesi için 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi yürürlükten kaldırılarak 2017/1129/EU sayılı İzahname Tüzüğü yürürlüğe konulmuştur.

Avrupa sermaye piyasasının oluşturulmasına yönelik olarak Avrupa Komisyonu tarafından ihraççılar ve yatırımcılar için açık ve öngörülebilir kurallar içeren yeknesak bir Avrupa Sermaye Piyasası hedeflenmektedir<sup>94</sup>. Bu çerçevede Finansal Hizmetler Eylem Planı (*The European Commission’s Financial Services Action Plan*) oluşturularak yürürlüğe konulacak bir dizi düzenleme ile Birlik içinde piyasanın derinleşmesi,

---

<sup>88</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 265.

<sup>89</sup> “First Council Directive 68/151/EEC of 9 March 1968 on co-ordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, with a view to making such safeguards equivalent throughout the Community” (OJ. 14.03.1968, L. 065, p. 8-12).

<sup>90</sup> “Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the condition for the admission of securities to official stock exchange listing” (OJ. 16.03.1979, L. 66, p. 21-32).

<sup>91</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 277.

<sup>92</sup> “Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities” (OJ. 06.07.2001, L. 184, p. 1-66).

<sup>93</sup> “Directive 2003/71/EC of The European Parliament and of The Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC” (OJ. 31.12.2003, L. 345, p. 64-89).

<sup>94</sup> **Ringe, W. G./Hellgardt, A.**: The International Dimension of Issuer Liability-Liability and Choice of Law form a Transatlantic Perspective-, The University of Oxford Legal Research Paper Series, April 2010, Paper No: 37/2010, s. 2, 3, 23 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1588112](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1588112)).

bütünleşmesi ve ABD ile Uzak Doğu piyasalarına karşı rekabet avantajına sahip olması amaçlanmıştır<sup>95</sup>.

Avrupa Sermaye Piyasası Hukuku'nun da temel hedefleri arasında; üye devletlerin hukuki düzenlemelerinin uyumlaştırılmasının yanı sıra piyasanın etkinliğinin sağlanması ve sermaye piyasası hukukunun üzerine kurulu olduğu vazgeçilmez ana ilke olarak görülen yatırımcının korunması ilkesinin piyasada egemen kılınması yer almaktadır<sup>96</sup>. Bu çerçevede, *Alexandre Lamfalussy* Başkanlığında oluşturulan *Wise Men* Komitesi Şubat 2001'de nihai raporunu<sup>97</sup> sunmuş ve Avrupa Sermaye Piyasasının geleceğinin temellerini atmıştır. Şüphesiz, bu tarihten sonra yapılan bütün düzenlemeleri ele almak mümkün değildir. Ancak, bunlar arasında kamuyu aydınlatma ile doğrudan ilgili olduğu kabul edilen üç ana düzenleme olan 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi'nin yerini alan 2017/1129/EU sayılı İzahname Tüzüğü, 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü<sup>98</sup> ve 2004/109/EC sayılı Menkul Kıymetleri Organize Piyasalarda İşlem Gören İhraççıların Şeffaflık Gerekliklerinin Uyumlaştırılması Direktifi'ne (Şeffaflık Direktifi)<sup>99</sup> özel bir parantez açmakta yarar vardır. Bu düzenlemeler esas itibarıyla tek bir ortak amaca, yatırımcıların şirketlerin menkul kıymetlerini alım ya da satım kararları verip vermemelerine ilişkin tercihlerine yardımcı olmaya yöneliktir<sup>100</sup>. Ancak, bu ortak amaca her bir düzenlemede farklı hukuki araçlar üzerinden ulaşılmaya çalışılmaktadır. İzahname Tüzüğü ile Şeffaflık Direktifi, doğrudan kamuya sunulacak bilgiler eksenli; Piyasa Bozucu Eylemler Direktifi ise içerden öğrenenlerin ticaretini engelleme odaklıdır. Söz konusu düzenlemeler ayrı ayrı süreçlerle oluşturulsa da, tek bir büyük projenin, Avrupa Birliği'nin yukarıda anılan Finansal Hizmetler Eylem Planı'nın parçalarıdır.

Düzenlemelerin ayrı ayrı incelenmesine geçmeden önce son olarak belirtelim ki, direktiflerde kullanılan hukuki yöntem, yeterince bilgilendirilmiş bir yatırım kararı (*well-*

---

<sup>95</sup> **Kalss**, s. 81.

<sup>96</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 276.

<sup>97</sup> "Final Report of the Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets, the Lamfalussy Report". Söz konusu Rapor için bkz. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/114> (05.09.2017).

<sup>98</sup> "Regulation (EU) No 596/2014 of The European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Market Abuse (Market Abuse Regulation) and Repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC" (OJ. 12.06.2014, L. 173, p. 1-61).

<sup>99</sup> "Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC" (OJ. 31.12.2004, L. 390, p. 38-57).

<sup>100</sup> **Burn**, s. 141.

*informed investment decision*) alınabilmesini sağlamaya yöneliktir. Ancak, düzenlemelerin kapsamı ve somut amaç farklılıkları, sağlanmaya çalışılan kamuyu aydınlatmanın hangi türden bilgiye yönelik olduğuna da etki etmektedir. Örneğin, İzahname Direktifi'nde yatırımcıların satın alma kararlarını etkileyecek nitelikte bilgi odaklı bir bakış açısı söz konusuysa Piyasa Bozucu Eylemler Direktifi açısından önem taşıyan husus, menkul kıymetlerin değerinde esaslı bir etki doğuracak nitelikteki bilgidir<sup>101</sup>. Şeffaflık Direktifi ise yıllık ve ara dönem raporlama düzenine ilişkindir.

## **2- İlgili Düzenlemeler**

### **A- 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi ve 2017/1129/EU sayılı İzahname Tüzüğü**

#### **a- Mülga 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi**

31 Aralık 2003'de yürürlüğe giren 2003/71/EU sayılı İzahname Direktifi hem halka arz dolayısıyla hem de menkul kıymetlerin borsada işlem görmesi için düzenlenen izahnameyi kapsamaktadır. Her ne kadar 2003/71 sayılı İzahname Direktifi yürürlükten kalkmış olsa da, üye ve aday ülkelerin hukuk sistemlerinde yarattığı etki ve içerdiği düzenlemelerle İzahname Tüzüğü'ne kaynaklık etmesi dolayısıyla özel bir yere sahip olarak kalacaktır. Bununla birlikte, Direktif'in yürürlüğe konulduğu dönem sonrasında konu edildiği bilimsel çalışmalarda görüşlerin yeni Tüzüğün anlaşılmasına katkı sağlayacağı kuşkusuzdur.

Direktif'te izahnamelerin hazırlanması, onaylanması ve yayımına ilişkin esaslar konusunda üye devletlerin hukuk sistemlerinin uyumlaştırılması düzenlenmiştir. Direktif'in amacı ise izahname ile ilgili öngördüğü esaslarla yatırımcının korunması ilkesinin geliştirilmesi ve piyasa etkinliğinin sağlanmasıdır<sup>102</sup>. Bu amacın gerçekleştirilmesi, ihraççı ve ilgili sermaye piyasası aracı hakkında tam bilgilendirme (*full disclosure*) ile sağlanmaya çalışılmaktadır<sup>103</sup>.

Direktif'in sistematğine bakıldığında; “Genel Hükümler” (m. 1-4), “İzahnamenin Hazırlanması” (m. 5-12), “İzahnamenin Onaylanmasına ve Yayınlanmasına İlişkin Düzenlemeler” (m. 13-16), “Sınıraşan İhraçlar ve Piyasalarda İşlem Görmeye İlişkin Düzenlemeler” (m. 17-18), “Kullanılan Dil ve Diğer Ülkelerdeki İhraççılar” (m. 19-20),

---

<sup>101</sup> Burn, s. 143.

<sup>102</sup> Hopt, K. J./Voigt, H. C.: Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in den Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft, der Schweiz und den USA, Jahrbuch 2003/2004, s. 1, 2 (<https://www.mpg.de/850684/forschungsSchwerpunkt1.pdf>, 15.03.2017).

<sup>103</sup> Veil, s. 282.

“Yetkili Otorite” (m. 21-23)”, “Uygulama Tedbirleri” (m. 24-26) ve “Geçici ve Son Hükümler” (m. 27-33) ve eklerden oluştuğu görülmektedir.

İzahname Direktifi’nin yatırımcıların korunması ve piyasa verimliliğinin sağlanması bağlamındaki pozitif etkileri sayesinde Avrupa çapında mümkün olan en fazla miktarda yatırım sermayesine ulaşılabilmesinin hedeflendiği ve bunun büyük ölçüde başarıya ulaştığı ifade edilmektedir<sup>104</sup>. Hemen belirtelim ki, Direktif’in 2010 yılında uğradığı değişiklikler de bu alanda reform olarak nitelendirilmektedir<sup>105</sup>. Bu değişiklikler temel olarak bürokratik yüklerin azaltılması amacına yöneliktir<sup>106</sup>.

İzahname Direktifi ile sıkı sıkıya ilişkili bir diğer düzenleme olan 809/2004/EC sayılı Tüzük<sup>107</sup> ile de izahnamenin format ve içeriklerine ilişkin ayrıntılı hükümler getirilmiştir. Bu düzenlemenin hukuki niteliğinin tüzük olması nedeniyle yürürlüğe girdiği 01 Temmuz 2005’den beri üye devletlerde doğrudan uygulanabilir nitelikte kurallar içermektedir ve halen yürürlükte.

İzahname Direktifi’nin Türk hukuku için taşıdığı önem ise 6362 sayılı SerPK ile kabul edilen izahnamenin onaylanması sisteminin (*a prospectus approval system*) mehzazını oluşturmada kendini göstermektedir. Dolayısıyla Direktif yürürlükten kalkmış olsa da, bu düzenlemeyle ilgili uluslararası öğretideki birikim, ulusal hukukumuz bakımından değer taşımaya devam edecektir.

## **b- 2017/1129 sayılı İzahname Tüzüğü**

İzahname Tüzüğü’nün yürürlüğe konulmasının temelinde yatan gaye, Direktif’ten farklı olarak üye devletlerde doğrudan uygulanabilir hükümler öngörülebilmesidir. Bu amacın yanı sıra İzahname Direktifi ve Direktif üzerinde yapılan 2010 reformları sonrasındaki süreçte yürürlüğe konulan yeni düzenlemeler ile Direktif arası uyumsuzlukların giderilmesi amaçlanmıştır<sup>108</sup>. MiFID II<sup>109</sup> hükümleri bu düzenlemelerin başında gelmektedir. Bu bağlamda, bürokratik yüklerin azaltılması ve böylece

---

<sup>104</sup> Veil, s. 309.

<sup>105</sup> Veil, s. 285.

<sup>106</sup> De Jong/Arons, s. 238.

<sup>107</sup> “Commission Regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements” (OJ. 30.04.2004, L. 149, p. 1-126).

<sup>108</sup> De Jong/Arons, s. 240, 241, 252.

<sup>109</sup> “Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU” (OJ. 12.06.2014, L. 173, p. 349-496).

izahnamenin muhtemel yatırımcıları bilgilendiren daha uygun bir araç haline getirilmesi hedeflenmiştir<sup>110</sup>. Belirtilen amaçlar çerçevesinde, Avrupa Komisyonu, 30 Kasım 2015’de İzahname Direktifi’nin Tüzüğe çevrilmesini önermiş; bu tarihten bir yıl sonra 30 Kasım 2016’da Avrupa Parlamentosu ve Konseyi yeni düzenlemeyi kabul etmiştir<sup>111</sup>. İzahname Tüzüğü, Avrupa Birliği Resmi Gazetesi’nde yayımının sonrasındaki yirminci günde 20 Temmuz 2017 itibarıyla yürürlüğe girmiştir (m. 49). Tüzüğün içerdiği düzenlemelerin uygulanma tarihi olarak ise 21 Temmuz 2019 kararlaştırılmıştır (m. 49/2). Tüzüğün 46. maddesi çerçevesinde İzahname Direktifi’nin -birkaç istisna dışında- Tüzüğün yürürlüğe girdiği 21 Temmuz 2019 tarihinde yürürlükten kalkması öngörülmüştür.

Tüzük düzenlemesinin doğrudan uygulanabilirlik gücüne sahip olması izahnameye ilişkin Avrupa içerisinde yeknesak bir sistemi beraberinde getirmiştir. Bu durumun Avrupa içindeki sınıraşan sermaye hareketliliğini artırıcı bir etki doğuracağı muhakkaktır. Bu bağlamda, İzahname Tüzüğü, üye devletlerde doğrudan uygulanabilir nitelikte olması dolayısıyla bu alanda yeknesak bir rejime ulaşılabilmesi adına atılmış çok önemli bir adımdır.

Tüzük’te yer alan düzenlemeler büyük oranda Direktif’ten aktarılan hükümlerden oluşmaktadır. Tüzük de tıpkı Direktif gibi yatırımcının korunması ve piyasa etkinliğinin sağlanmasını hedeflemektedir (*Rc. par. 7*)<sup>112</sup>. Tüzük; “Genel Hükümler” (m. 1-5), “İzahnamenin Hazırlanması” (m. 6-12), “İzahnamenin İçeriği ve Şekli” (m. 13-19), “İzahnamenin Onaylanmasına ve Yayınlanmasına İlişkin Düzenlemeler” (m. 20-23), “Sınıraşan İhraçlar ve Piyasalarda İşlem Görmeye İlişkin Düzenlemeler ile Kullanılan Dil ve Diğer Ülkelerdeki İhraççılar” (m. 24-27), “Diğer Ülkelerde Yer Alan İhraççılar ile İlişkilere Dair Özel Hükümler” (m. 28-30), “ESMA<sup>113</sup> ve Yetkili Otoriteler” (m. 31-37), “İdari Yaptırımlar ve Özel İdari Tedbirler” (m. 38-43), “Yetki Devrine Dayanan ve Uygulama Alanı Bulan Tasarruflar” (m. 44-45), “Son Hükümler” (m. 46-49) olmak üzere on bölümden oluşmaktadır. Ayrıca izahname, kayıt belgesi, menkul kıymet notu, AB’nin bütününde geçerli izahnameye ilişkin kayıt belgesi ile menkul kıymet notu ve Direktif hükümleriyle karşılaştırma tablosu mevcuttur.

<sup>110</sup> **De Jong/Arons**, s. 240, 241, 252.

<sup>111</sup> “Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC” (OJ. 30.06.2017, L. 168/12, p. 12-82).

<sup>112</sup> Ayrıca bkz. **De Jong/Arons**, s. 238.

<sup>113</sup> “European Securities and Markets Authority” (Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi).

Tüzük ile menkul kıymetlerin halka arzı ve organize piyasalarda işlem görebilmesi için zorunlu olan izahnamenin düzenlenmesi, onayı ve yayımına ilişkin usul ve esaslar düzenleme konusu yapılmıştır.

Son olarak belirtelim ki, İzahname Tüzüğü, 6362 sayılı SerPK ile benimsenen izahnamenin onaylanması sistemine ilişkin düzenlemelerin kaynağını oluşturan İzahname Direktifi'nin devamı olduğundan içerdiği hükümlerle gerek SerPK gerekse SPK'nın alt düzenlemelerinin yorumu ve ileride yapılacak değişiklikler açısından dikkate alınması gereken bir düzenleme olarak görülmelidir.

## **B- Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü**

AB'nin içerden öğrenenlerin ticareti (*insider dealing*) yasağını ilk defa ortaya koyma amacıyla yürürlüğe koyduğu 89/592/EEC<sup>114</sup> sayılı Direktif, bu konudaki gelişmeler çerçevesinde daha sonra 2003/6/EC sayılı Direktif<sup>115</sup> ile yürürlükten kaldırılmıştır. 2003/6/EC sayılı Direktif içerden öğrenenlerin ticaretinin yanı sıra piyasa dolandırıcılığını (*market manipulation*) da kapsamına almıştır. Bu Direktif ile içerden öğrenenlerin ticareti ve piyasa dolandırıcılığı eylemleri piyasa bozucu eylem (*Market Abuse*) olarak kabul edilmiştir.

Ne var ki, piyasadaki ve teknolojiadaki gelişim ve değişimler karar alıcıları 2014 yılında bu defa 2003/6/EC sayılı Direktif'in yürürlükten kaldırılarak yerine 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'nün (*Market Abuse Regulation*)<sup>116</sup> kabulüne sevk etmiştir (*Rc. par. 3*). Direktif'in yerine Tüzüğün kabulü üye devletlerin iç hukuklarında doğrudan uygulanabilir niteliğe kavuşması bu konudaki yeknesak hukuk ihtiyacına da cevap vermiştir. Aynı yıl, 2014/57/EU sayılı Piyasa Bozukluklarında Cezai Yaptırımlar Direktifi<sup>117</sup> de yürürlüğe konulmuştur.

Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü, içerden öğrenenlerin ticareti, içsel bilgilerin hukuka aykırı şekilde paylaşımı ve piyasa dolandırıcılığının hukuki çerçevesini oluşturarak bu tür piyasa bozucu eylem ve işlemlere karşı önlemleri konu edinmiştir. Bu

---

<sup>114</sup> "Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing" (OJ. 18.11.1989, L. 334, p. 30-32).

<sup>115</sup> "Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation" (OJ. 12.04.2003, L. 96, p. 16-25).

<sup>116</sup> "Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Market Abuse (Market Abuse Regulation) and Repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC" (OJ. 12.06.2014, L. 173, p. 1-61).

<sup>117</sup> "Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse" (OJ. 12.06.2014, L. 173, p. 179-189).



bağlamda, yatırımcıların korunması ve piyasaya duyulan güvenin artırılması ile Avrupa sermaye piyasasının bütünlüğünün sağlanması amaçlanmaktadır (m. 1).

Tüzük, “Genel Hükümler (m. 1-6)”, “İçsel Bilgiler, İçerden Öğrenenlerin Ticareti, İçsel Bilgilerin Hukuka Aykırı Şekilde Paylaşımı ve Piyasa Dolandırıcılığı” (m. 7-16), “Kamuyu Aydınlatma Gereklilikleri” (m. 17-21), “ESMA ve Yetkili Otoriteler” (m. 22-29), “İdari Önlemler ve Yaptırımlar” (m. 30-34), “Yetki Devrine Dayanan ve Uygulama Alanı Bulan Tasarruflar” (m. 35-36), “Son Hükümler” (m. 37-39) ve eklerden oluşmaktadır.

Tüzük ile içsel bilgi ve buna bağlı olarak içerden öğrenenlerin ticaretinin tanımlanması ve sınırlarının belirlenmesi (m. 7, 8) bu alandaki üye devlet uygulamalarının yeknesaklaştırılması adına son derece önemlidir. Ayrıca içsel bilgilerin paylaşılmasına yönelik kurallar ile alınması gereken önlemler ve yaptırımlar konusunda asgari standartların ayrıntılı olarak ortaya konulması, bu düzenlemeyi önemli kılan bir diğer husustur.

### **C- Şeffaflık Direktifi**

2004/109/EC sayılı Şeffaflık Direktifi<sup>118</sup>, resmi isminden de anlaşılacağı üzere, uygulama alanında yer alan şirketlerin şeffaflık gerekliliklerinin uyumlaştırılmasına yöneliktir. Direktif’in yönelik olduğu şirketler ise menkul kıymetleri organize piyasalarda işlem gören ihraççılardır. 2004/109/EC sayılı düzenlemenin yanı sıra 2007 yılında bu Direktif’te öngörülen gereklilikler hakkında birtakım ayrıntılı hükümleri içeren 2007/14/EC sayılı Direktif<sup>119</sup> yürürlüğe konulmuştur. Şeffaflık Direktifi üzerinde son olarak 2013 yılında reform olarak nitelenen<sup>120</sup> kapsamlı değişiklikler yapılmıştır.

Direktif’in bölümlerine bakıldığında, “Genel Hükümler” (m. 1-3), “Periyodik Bilgiler” (m. 4-8), “Sürekli Açıklamalar” (m. 9-18), “Genel Yükümlülükler” (m. 19-23), “Yetkili Otorite” (m. 24-26), “Uygulama Tedbirleri” (m. 27-29) ve “Geçici ve Son Hükümler” (m. 30-35) karşımıza çıkmaktadır. Şeffaflık Direktifi, periyodik kamuyu

---

<sup>118</sup> “Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC” (OJ. 31.12.2004, L. 390, p. 38-57).

<sup>119</sup> “Commission Directive 2007/14/EC of 8 March 2007 laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market” (OJ. 09.03.2007, L. 69, p. 27-36).

<sup>120</sup> **Brinckmann, H.:** Periodic Disclosure (içinde European Capital Markets Law, Ed.: Rüdiger Veil), 2nd Edition, Oxford and Portley 2017, s. 330-332.

aydınlatma araçlarına yönelik olup üye devletlerde şirketlerin sermaye piyasasına finansal raporlarla sürekli olarak bilgi sunulmasının bir yükümlülük olarak gerçekleştirilmesini temin eden düzenleme olarak nitelendirilmektedir<sup>121</sup>. Bu Direktif ile payları organize piyasalarda işlem gören şirketlerin yatırımcılarının bilgilendirilmesi ve özellikle de bu tür şirketlerin pay sahiplerinin ortaklık haklarının etkin kullanım imkânının yaratılması amaçlanmıştır<sup>122</sup>.

Son olarak belirtelim ki, bu düzenleme hukuki niteliği itibarıyla tüzük olmadığından doğrudan uygulanabilir nitelikte değildir. Ancak, üye devletlerin Direktif'in öngördüğü gereklilikleri büyük ölçüde iç hukuklarına aktarmış oldukları tespiti yapılmaktadır<sup>123</sup>. Şeffaflığa ilişkin düzenlemelerin diğer düzenlemelerde olduğu gibi tüzük niteliğine kavuşturulmamasının da üye devletlerin ulusal hukuk sistemlerinde yer alan düzenlemelerinin yürürlükteki Direktif'e uyum sağlamış olmalarından kaynaklanması kuvvetle muhtemeldir.

### 3- Değerlendirme

AB'nin kamuyu aydınlatma ile ilgili yukarıda açıklanan düzenlemeleri Türkiye'nin AB üyeliğine ilişkin 6 nolu "Şirketler Hukuku" faslı ile ilgilidir. 6 nolu Fasıl, 17 Haziran 2008 tarihinde düzenlenen Türkiye-AB Hükümetlerarası Katılım Konferansı ile müzakerelere açılmıştır. Şirketler Hukuku faslının kapanış kriterlerinden biri "*Türkiye, Sermaye Piyasası Kanununu ilgili AB müktesebatı ile uyumlu olarak değiştirmelidir*" şeklindedir. Bu kriter, hem Kanunun hem de alt düzenlemelerin uyumlu olmasını gerekli kılmaktadır. Bu Fasıl kapsamında yapılan çalışmalar arasında "*6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun yürürlüğe konuluşu ve yeni Kanun ile yatırımcıların haklarının korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesinin amaçlandığı ve söz konusu Kanun'a dayalı ikincil düzenlemelere ilişkin AB uyum çalışmalarının devam ettiği*" ifade edilmektedir.

Önemle belirtelim ki, Avrupa Birliği'nin Şirketler Hukuku ve Sermaye Piyasası Hukuku alanındaki düzenlemelerine uyum konusunu, zaman zaman yaklaşıp zaman zaman uzaklaşan Avrupa Birliği'ne giriş hedeflerinden bağımsız değerlendirmekte yarar vardır. 6102 sayılı TTK'nın temel hedeflerinden biri, Türk şirketlerinin uluslararası rekabette güçlü konuma getirilmesi açısından uluslararası düzenlemelerden ve bu alanda öğreti ve içtihat birikiminin daha fazla olduğu ülkelerin birikimlerinden istifade edilmesi

<sup>121</sup> Brinckmann, Periodic Disclosure, s. 317.

<sup>122</sup> Veil, s. 452.

<sup>123</sup> Brinckmann, Periodic Disclosure, s. 320.

gereğidir. Bu bağlamda, hukuk düzenimizin kökenini oluşturan Kıta Avrupası Hukukuna yön veren Avrupa Birliği müktesebatının dikkate alınması gerekliliğinden de kuşku duyulmamalıdır. Kamuyu aydınlatmaya yönelik Avrupa Birliği düzenlemeleri özelinde ise yeknesaklaşma yolunda ilerleyen bir sisteme entegrasyon, Türk şirketlerinin finansman ihtiyaçlarının yabancı sermaye ile karşılanmasına olanak sağlayacağı gibi Türk yatırımcısının avantajlı gördüğü yabancı şirketlere yatırım yapması konusunda da teşvik edici etkiye sahip olacaktır.

Keza, ulusal düzenlemelerin uluslararası standartlara uygunluğu, yerli ve yabancı yatırımcıların hukuk düzenine olan güvenini artırıcı etkiler doğurur. Bu bağlamda, hukuk düzeninin; idari, hukuki ve cezai sorumluluğa ilişkin olarak evrenselleşme yolundaki normlara uygun şekilde öngörülebilirlik sağlanması da piyasaların etkinliğine hizmet etmesini sağlayacaktır.

## **V- KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN TÜRK HUKUKUNDAKİ TARİHSEL GELİŞİMİ VE ANA HATLARIYLA YÜRÜRLÜKTEKİ DÜZENLEMELER**

### **1- Tarihsel Gelişim**

#### **A- Cumhuriyet Öncesi Dönem**

Osmanlı Devleti'nin tarıma dayalı ekonomisinde finans sektörünün gelişmemiş olması bu alanda modern Türkiye Cumhuriyeti'ne çok fazla birikim ve tecrübenin aktarılamamasına neden olmuştur. İlk anonim şirket olan *Şirket-i Hayriye*'nin kurulması bile Devlet'in son dönemlerine denk gelmiştir (1850)<sup>124</sup>. Osmanlı Devleti finansal piyasalarına bakıldığında, piyasadaki ilk örgütlenmelerin Galata Bankerleri<sup>125</sup> ve 19. yüzyılda ortaya çıkan Batı tipi bankalar olduğu göze çarpmaktadır<sup>126</sup>.

Osmanlı Devleti'nin ilk menkul kıymet ihracının iç borçlanmayı sağlayan tahvilleri ifade eden *kaimeler* olduğu aktarılmaktadır<sup>127</sup>. 1854 tarihli Kırım Savaşı'nın

<sup>124</sup> **Kazgan, H./Ateş, T./Tekin, O./Koraltürk, M./Soyak, A./Eroğlu, N./Kaban, Z.:** Osmanlı'dan Günümüze Türk Finans Tarihi, İstanbul 1999, s. 340-342, 352; **Tanör, C. 2,** s. 39.

<sup>125</sup> *Galata Bankerleri*, kökenleri Bizans dönemlerine dayanan ve başlangıçta Devlet'e senet karşılığı borç veren az sayıda kişiden oluşup sonraları bu türden senetlerin alım-satımına aracılık eden ve bu sebeple de bulundukları bölgeye *Galata Borsası* adının verilmesine sebep olan kişilerdir. [Ayrıntılı bilgi için bkz. **Kazgan, H.:** Galata Bankerleri, İstanbul 1991, s. 21 vd.; **Tanör, C. 1,** s. 19, 20; **Kazgan/Ateş/Tekin (ve diğerleri),** s. 284-289, 360-363; **Küçüksozen,** s. 67-69; **İhtiyar,** s. 39, 40; **Arık, H. E.:** Cumhuriyet Döneminde Menkul Kıymetler ve Borsa (1923-1985), Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2010, s. 30-32].

<sup>126</sup> **Fertekligil,** s. 19-22.

<sup>127</sup> **Fertekligil,** s. 90-94; **Tanör, C. 1,** s. 19; **Arık,** s. 23, 24.

finansmanı dolayısıyla gerçekleşen meşhur ilk dış borçlanmanın da tahvil ihracı yoluyla gerçekleştiği bilinmektedir<sup>128</sup>. Yine 1870’lerin başlarında faaliyete geçen *Dersaadet Tahvilat Borsası* Osmanlı’nın ilk organize piyasasıdır. Bu Borsanın hukuki düzenlemesi olan “Dersaadet Tahvilat Borsası Nizamnamesi”<sup>129</sup> ise piyasayı düzenleyen kuralların başlangıcı olarak kabul edilmektedir (1873)<sup>130</sup>. Dersaadet Tahvilat Borsası kurulana dek sadece ondört anonim ve limited şirketin olması, bilgi ve sermaye birikiminin olmayışı ve hukuksal alt yapının bulunmayışına bağlanmaktadır<sup>131</sup>. 1906’ya gelindiğinde “Esham ve Tahvilat ve Kambiyo ve Nukut Borsası Nizamnamesi” bu düzenlemenin; “Esham ve Tahvilat Borsası” da Dersaadet Tahvilat Borsası’nın yerini almıştır. Bu Borsa, Cumhuriyetin ilanı sonrasında da belirli bir süre varlığını sürdürmüştür<sup>132</sup>. 1849’dan 1910’a kadar olan altmışbir yıllık süreçte ise toplam doksanbeş anonim şirket kurulduğu ve şirketleşme amacından ziyade Avrupa sermayesinin Osmanlı ekonomisine nüfus etme kanalı olarak şirketlere başvurulduğu ifade edilmektedir<sup>133</sup>. Bu konjonktüre bir de Devlet’in içinde bulunduğu siyasal ve ekonomik sorunlar eklendiğinden sermaye piyasası hukuku Osmanlı Devleti’nde dünyadaki gelişmelere paralel bir seyir izleyememiştir.

Osmanlı Devleti döneminin kamuyu aydınlatma bağlamında en önemli görülebilecek olayı 1895 yılında gerçekleşmiştir. *Altın Şirketi Krizi* olarak anılan ve dönemin Osmanlı Bankası Müdürü olan *Sir Edgar Wincent* tarafından organize edilen bu olayda, Afrika’da bulunduğu iddia olunan altın yataklarını işlemek vaadiyle İstanbul’da kurulan bir şirketin yapmış olduğu hisse senedi satışları yoğun talep görmüştür<sup>134</sup>. Piyasaya yayılan bilginin gerçek olmadığı hisse senedi satışlarını izleyen dönemde ortaya çıktığında da birçok kişi zarara uğramıştır<sup>135</sup>. Olayın etkileri başkaca faktörlerle birlikte

---

<sup>128</sup> **Kazgan**, Galata Bankerleri, 28, 29; **Kazgan/Ateş/Tekin (ve diğerleri)**, s. 318; **Tanör**, C. 2, s. 38; **Memiş/Turan**, s. 18 vd.

<sup>129</sup> Dersaadet Tahvilat Borsası Nizamnamesinin metni için bkz. **Kazgan/Ateş/Tekin (ve diğerleri)**, s. 435-440.

<sup>130</sup> **Kazgan/Ateş/Tekin (ve diğerleri)**, s. 376; **Tanör**, C. 2, s. 69; **Karacan**, s. 3. Galata Bankerlerinin öncülüğünde yürütülen sermaye piyasası faaliyetlerinin düzenlenmesi gerekliliğinin doğuşu Osmanlı Devleti’ni sermaye piyasasının düzenleme gerekliliğine götürmüş ve Dersaadet Tahvilat Borsası Nizamnamesi bu sebeple yürürlüğe konulmuştur (**Küçüksözen**, s. 68, 69).

<sup>131</sup> **Tanör**, C. 2, s. 39.

<sup>132</sup> **Tanör**, C. 2, s. 20; **Tanör**, C. 2, s. 42; **Karacan**, s. 3.

<sup>133</sup> **Kazgan/Ateş/Tekin (ve diğerleri)**, s. 343-346. Bu dönemde Devletin piyasayı organize edebilecek ve etkin şekilde işletebilecek bir mali güce sahip olmadığı, halkın ise yatırım yapabilecek bir tasarruf olanağının bulunmadığı için sermaye piyasasına fon aktarımının mümkün olmadığı, fon toplanabilse bile bunu değerlendirebilecek bir yerli üretim sektörünün mevcut olmadığı hakkında bkz. **Arık**, s. 1, 2.

<sup>134</sup> **Kazgan/Ateş/Tekin (ve diğerleri)**, s. 397-402; **Karşı**, s. 453; **Fertekligil**, s. 56.

<sup>135</sup> **Kazgan/Ateş/Tekin (ve diğerleri)**, s. 397-402; **Karşı**, s. 453; **Fertekligil**, s. 56.

artmış ve Borsa'nın belirli bir süre kapalı kalmasına dahi sebep olmuştur<sup>136</sup>. Gerçek dışı bilgi aktarımı yapılarak gerçekleştirilen hilenin ve aldatıcı hareketlerin söz konusu olduğu bu olayda, yatırımcılara ve piyasaya zarar veren olayları önleyici bir mekanizmanın kurulmamış olmasının yanı sıra zararların tazminini sağlayıcı bir hukuk düzeninin de eksikliği hissedilmiştir.

## B- Cumhuriyet Sonrası Dönem

Modern Türkiye Cumhuriyeti tarihine sermaye piyasası odaklı bakıldığında, öğretide yapılan bir ayrımı son dönem gelişmeleri ile revize ederek esas almak uygun olacaktır. Bu ayrımda, Cumhuriyet'in kurulduğu 1923 yılından 1960'lı yıllara kadar içinde bulunulan ekonomik imkânsızlıklar dolayısıyla piyasalarda bir canlılığın söz konusu olamadığı dönem “durgunluk yılları” olarak görülmüştür<sup>137</sup>. Sonraki süreçte hareketlenme başlasa da, sermaye piyasasını düzenleyen etkin kuralların ve bu alanda bir tecrübenin bulunmayışı birtakım acı olayların yaşanmasına sebep olmuştur. Bu sebeple 2499 sayılı mülga SerPK'nın yürürlüğe girdiği kadar olan döneme “boşluk yılları”; sonraki sürece ise “düzenlenmiş piyasalar dönemi” nitelendirmesi yapılmıştır<sup>138</sup>. Düzenlenmiş piyasalar dönemi ise 2499 sayılı Kanunun yürürlüğe girmesi, bu Kanun üzerinde 1992 yılında yürürlüğe giren reform niteliğinde görülebilecek köklü değişiklikler ile nihayet bu Kanunun yürürlükten kaldırılıp yerine 6362 sayılı yeni SerPK'nın yürürlüğe konulması dolayısıyla üçe ayrılarak incelenebilir.

Son döneminde Batılı tipte şirket, hisse senedi ve tahvillerle tanışmaya başlamış ve son yılları savaşlarla geçmiş bir Devlet'in devamı niteliğindeki Türkiye Cumhuriyeti'nin ilk yıllarındaki piyasa durgunluğunun sebebini algılayabilmek çok da zor değildir. Osmanlı Devleti'nde özel sektör ağırlığının ve sermaye birikiminin bulunmayışı, sermayeye sahip ve ticaretle uğraşan azınlıkların da daha sonra ülkeyi terk eden yabancılardan oluşması, dış ticaret açığı ve Osmanlı Devleti'nden kalan dış borçlar Türkiye Cumhuriyeti'nin ilk yıllarının durgun geçmesinin ana sebeplerini oluşturmuştur<sup>139</sup>. Üstüne bir de 1929 Dünya Ekonomik Buhranı ve devam eden süreçte de II. Dünya Savaşı eklenmiştir.

---

<sup>136</sup> **Fertekligil**, s. 56.

<sup>137</sup> **Tanör**, C. 2, s. 42 vd.

<sup>138</sup> **Tanör**, C. 2, s. 42 vd. Bir diğer ayrıma göre ise 1923-1929 yılları “geçiş dönemi”, 1929-1960 yılları “korumacı dönem”, 1960-1980 yılları “planlı dönem” ve nihayet 1980 sonrası dönem “liberal dönem” olarak nitelendirilmiştir (**Arık**, s. 40-99).

<sup>139</sup> **Küçüksözen**, s. 69; **Arık**, s. 49, 50.

Bilindiği üzere, Cumhuriyet'in kurulması sonrasında modern ve laik bir hukuk düzeni oluşturmak üzere yola çıkılmış; 1926 tarihli Türk Ticaret Kanunu da dahil olmak üzere, temel kanunlar yürürlüğe konulmuştur. 1926 tarihli Kanun döneminde menkul kıymet ihraç işlemlerinin Ticaret Bakanlığı'nın iznine tabi tutulduğu ifade edilmiştir<sup>140</sup>. Bu Kanunda hisse senetleri (m. 399-419), tahviller (m. 420-433) ve hisse senetleri ile tahvillerin ziyayı (m. 434-441) ayrı kısımlar hâlinde düzenlenmiştir. Tespit edebildiğimiz kadarıyla, bu Kanunun 391. maddesinde yeni hisse senedi çıkartılarak sermaye artırımı için Ticaret Bakanlığı'nın izni gerekmektedir. Ayrıca 281 ve 282. maddelerde zikredilen ilân ve sirkülere de muhatapları aydınlatıcı bir fonksiyon yüklenmiştir. Kanunun 425. maddesinde tahvillerin halka arzında açıklanması gereken asgari bilgilere ilişkin bir düzenleme yer almaktadır. Yine tahvillere ilişkin 428. maddede yer alan “*Bu kısımda beyan olunan ahkâma muhalif harekette bulunan meclisi idare azası alâkadarlara karşı müteselsilen mesuldür*” hükmü, tahvillerin halka arzından yönetim kurulunun sorumluluğuna yöneliktir. Dolayısıyla bu Kanunda Türk hukukunda henüz adı konmamış bir ilkeye gidilen süreçteki ilk düzenlemelerin yer bulduğu söylenebilir.

Sermaye piyasasına yönelik olarak, öncelikle 1923, 1926 ve 1927 tarihli Yönetmeliklerle Galata Borsası kontrol altına alınmaya çalışılmıştır<sup>141</sup>. Hemen ardından 1929 yılında 1447 sayılı “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu” yürürlüğe konulmuş<sup>142</sup>; Borsa “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası” adını almıştır. Bu Kanunla ayrıca önceki bütün yönetmelikler yürürlükten kaldırılmıştır. Borsa, 1938 yılında Ankara'ya nakledilmiş ve kısa bir süre faaliyetlerini burada sürdürmüş; 1941 yılında tekrar İstanbul'da işleme açılmıştır<sup>143</sup>. 1447 sayılı Kanun menkul kıymetlerin Borsa'ya kaydını zorunlu görmemiştir. Yalnız, zamanla farklı düzenlemeler çerçevesinde tahvillerin Borsa'ya kotasyonu zorunluluğu öngörülmüş olması (m. 25) dikkat çekici olmakla birlikte, bu düzenlemelerde kamuyu aydınlatmaya ilişkin herhangi bir hüküm yer almamıştır<sup>144</sup>.

---

<sup>140</sup> Küçüksözen, s. 72.

<sup>141</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Küçüksözen, s. 69, 70; Arık, s. 43-48.

<sup>142</sup> Bu Kanunun hemen sonrasında 1930 yılında 1567 sayılı “Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun” yürürlüğe konulmuştur. Bu Kanun; kambiyo, nukut, esham ve tahvilat alım satımının düzenlenmesi, ülkeden ihracının düzenlenmesi ve sınırlandırılması ile Türk parasının kıymetini korunması konularında karar almak üzere Bakanlar Kurulu'nu yetkilendirmesi dolayısıyla 1447 sayılı Kanunun “tamamlayıcısı” olarak değerlendirilmektedir (Arık, s. 51, 52).

<sup>143</sup> Fertekligil, s. 181, 182; Tanör, C. 1, s. 20; Küçüksözen, s. 70; Arık, s. 45, 56.

<sup>144</sup> 1447 sayılı “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu”nun metni için bkz. Fertekligil, s. 227-234.

1956'da kabul edilip 1 Ocak 1957'de yürürlüğe giren 6762 sayılı mülga TTK'nın kamuyu aydınlatma ile doğrudan ilgili hükümler içermediği ve kamuyu aydınlatma ilkesine yabancı olduğu ifade edilmiştir<sup>145</sup>. 6762 sayılı TTK'da yer alan ticaret sicili sistemi esas itibarıyla tescili gereken hususlara aleniyet kazandırdığından kamuyu aydınlatma ile ilintilidir. Yalnız, ticaret siciline tescilin bugünkü anlamıyla kamuyu aydınlatmayı karşılamaktan çok uzak olduğu rahatlıkla söylenebilir. Bununla birlikte, tedrici kuruluşta izahname ve sirküler hazırlanması gerekliliği (m. 281, 282), şirketin kuruluşunda ve tasfiyesinde ticaret siciline tescili zorunluluğu (m. 300, 438), ortakların bilgi alma hakkı (m. 362, 363), sermaye artırımında halkın iştirake açıkça daveti ve izahname düzenlenmesi zorunluluğu (m. 392, 393) bu Kanunun kamuyu aydınlatmayı ilgilendiren düzenlemeleridir<sup>146</sup>. Anılan hükümler 6762 sayılı mülga TTK'nın kamuyu aydınlatma ilkesini benimsediği söylemek için yeterli olmasa da, kamuyu aydınlatmanın hukukumuzdaki ilk işaretleri olarak nitelendirilmiştir<sup>147</sup>.

Görüleceği üzere, 2499 sayılı mülga SerPK'nın yürürlüğe girmesinden önceki dönemde kamuyu aydınlatma hükümlerinin Türkiye'de yeterli olmaktan çok uzak olduğu ve ilkeselleşmemiş olduğu aşikârdır<sup>148</sup>. Zaten 2499 sayılı Kanunun yürürlüğe girmesine kadar olan boşluk yıllarında kurumsallaşan ve derinleşen bir piyasanın varlığından bahsedebilmek de olanaklı değildir. Bu süreçte sermaye piyasamızdaki faaliyetlerde tahvil ihraçları ağırlıkta olmuştur<sup>149</sup>. Dönemin kamuyu aydınlatma ilkesinin kabul edilmesi ihtiyacını hissettiren çarpıcı gelişmesi ise 1960'lı yılların ikinci yarısında gerçekleşen *Hastaş Olayı*dır. *Hastaş* isimli bir şirket için düzenlenen yoğun kampanyalar sonucunda önemli miktarda sermaye toplanmış olmasına karşın şirketin henüz faaliyete geçmeden iflas etmesi büyük bir güven bunalımını beraberinde getirmiştir<sup>150</sup>. Bu Şirketin reklam kampanyaları ve duyurularla kamuyla paylaştığı vaatlerin doğru ve

<sup>145</sup> **Tuncer**, s. 326; **İhtiyar**, s. 60, dpn. 5.

<sup>146</sup> **Tuncer**, s. 326; **Fertekligil**, s. 279; **Kılıç, S.:** Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Ankara 1997, s. 24; **Kaya**, s. 32, 33; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 50 vd.

<sup>147</sup> **Tuncer**, s. 326; **Karşı**, s. 457; **Coşkun**, s. 10, 11; **Kılıç**, s. 24.

<sup>148</sup> **Tekinalp, Ü.:** İşletme İlgililerinin Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı, Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Ağustos-Kasım 1980, S. 21-22, s. 17. Ayrıca bkz. **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 7; **Kaya**, s. 33.

<sup>149</sup> Bu dönemde Devlet'in ihraç ettiği "Hürriyet İstikrazı Tahvilleri" ile "Tasarruf Bonoları" ön plana çıkmıştır (Ayrıntılı bilgi için bkz. **Fertekligil**, s. 186-192; **Yasin**, s. 53, 54; **Arık**, s. 79-83, 90). Keza özel sektör tahvil ihraçlarında da 1968 sonrasında gittikçe artan ölçüde bir hareketlenme olduğu hakkında bkz. **Çelebican**, Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler, s. 14, 15.

<sup>150</sup> **Tanör**, C. 1, s. 30, 31; **Tanör**, C. 2, s. 54, vd. Ayrıca bkz. **Fertekligil**, s. 192; **Küçüksözen**, s. 73 vd.; **İhtiyar**, s. 49; **Arık**, s. 89; **Memiş/Turan**, s. 19; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 6, 7.

gerçekçi olmayışı kamuyu aydınlatma ilkesine götüren doğru bilgilendirilme ihtiyacını gözler önüne sermiştir.

*Hastaş Olayı* dışında anılması gereken bir diğer olay olan *Bankerler Krizi*<sup>151</sup>, Türk sermaye piyasasına yönelik köklü düzenlemelerin yapılmasının ana nedenlerinden bir diğerini oluşturmuştur<sup>152</sup>. Sermaye piyasası araçlarının kullanıldığı fakat esasında bir para piyasası olayı olarak nitelendirilen<sup>153</sup> bu olay da temelinde yatan nedenlerle, piyasanın gerek düzenleme gerekse uygulama pratiği açısından olgunlaşamamasının ve etkin bir idari denetim ile gözetimin olmamasının olumsuz sonuçlarından bir diğerini oluşturmuştur. Bankerler halktan para toplarken tahvil ve mevduat sertifikalarını da kullanmış olduklarından bu olayın sermaye piyasasını da yakından ilgilendirdiği kuşkusuzdur. Keza dönemin ünlü oyuncularını da kullanarak yaptıkları reklam faaliyetleriyle halkta güven uyandırıp sonrasında büyük zararlara sebep olunması da kamunun doğru aydınlatılmasının önemini gösteren bir diğer önemli olay olarak nitelenebilir.

Bu tür olaylar kamuyu aydınlatma konusundaki düzenleme ve denetleme boşluğunun öneminin anlaşılması adına ulusal düzeydeki önemli olumsuz deneyimleri oluşturmuştur. Anılan boşluk yıllarının bir bölümünde sermaye piyasası kanunu oluşturmaya yönelik çalışmalar olmuş ve yaklaşık yirmi yıl öncesinde başlayan çalışmalar<sup>154</sup> meyvesini 2499 sayılı Kanunun yürürlüğe girmesiyle vermiştir. 2499 sayılı Kanun ve bu çerçeve Kanunun<sup>155</sup> yürürlüğe girişi sonrasında SPK tarafından yürürlüğe konulan ikincil düzenlemeler ile İMKB'nin faaliyete başlamasıyla modern Türk sermaye piyasasının yasal ve kurumsal temelleri atılmıştır.

---

<sup>151</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Fertekligil**, s. 222-226; **Karşlı**, s. 33; **Tanör**, C. 1, s. 32-36; **Küçüksozen**, s. 72 vd.; **Yasin**, s. 54, 55.

<sup>152</sup> **Küçüksozen**, s. 1.

<sup>153</sup> **Küçüksozen**, s. 222, 225, 226.

<sup>154</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp, Ü.**: Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü ve Sorunları, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 1973, C. 38, S. 1-4, s. 445-482; **Çelebican**, Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler, s. 12, 13; **Arkan, S.**: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara 1976, s. 8-14; **Fertekligil**, s. 204-208; **Kabaalioglu**, s. 129 vd.; **Yasin**, s. 55-58; **Arık**, s. 69-97.

2499 sayılı mülga SerPK'nın ilk halinin, ABD'de *Blue Sky Laws* şeklinde adlandırılan kanunların yürürlükte olduğu döneme benzer olduğu hakkında bkz. **Karşlı**, s. 456, 459.

<sup>155</sup> 2499 sayılı mülga SerPK'nın sermaye piyasasının dinamizmine ve uluslararası gelişmelere ayak uydurabilmesini sağlayan hususun bu “çerçeve kanun” olma özelliği olduğu ifade edilmiştir (**Özkorkut, K.**: Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi ve Sorumluluk, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013) Ankara 2017, s. 156; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 117). Bu süreçte bir de 91 sayılı Menkul Kıymet Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname yürürlüğe konulmuştur.



2499 sayılı SerPK'nın ilk hâli sermaye piyasası araçlarının ihracında liyakat yaklaşımına dayanan "izin sistemini" benimsemiş olsa da, gerek birinci el (birincil) piyasada gerekse ikinci el (ikincil) piyasada kamuyu aydınlatmayla ilgili pek çok hüküm içererek bugün ulaşılan noktaya geçişte önemli bir aşamayı oluşturmuştur<sup>156</sup>. Bu Kanunun SPK'nın görev ve yetkilerinin düzenlendiği 22. maddenin (b) bendinde Kurul'a "*Kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, genel ve özel nitelikte kararlar almak; özellikle bilanço, kâr ve zarar tablosu, yıllık raporlar, denetim raporları ve diğer tablolar hakkında standartlar tespit etmek ve bunları tebliğlerle duyurmak*" yetkisinin verilmiş olması kamuyu aydınlatmanın ilk defa açıkça zikredildiği hukuki düzenlemeyi oluşturmuştur. Bunun dışında halka arzda izahname düzenlenmesi ve izahname ile (varsa) izahname üzerinde sonradan meydana gelen değişikliklerin ticaret siciline tescil ve ilân edilerek kamuya duyurulması (m. 4 vd.), halka yapılacak diğer ilân ve reklamların belirli esaslara ve Kurul'un düzenleme ve denetim yetkisine tabi kılınması (m. 6) birinci el piyasada kamunun aydınlatılmasına yöneliktir. İkinci el piyasaya ilişkin olarak ise "*Bilanço, kâr ve zarar cetveli*" kenar başlıklı 16. madde önem taşımaktadır. Her ne kadar Kanunun ilk hâlinde kamuyu aydınlatmanın ilkesel olarak benimsendiğini savunmak mümkün olmasa da, kavramın pozitif hukukumuza dahil olduğu söylenebilir<sup>157</sup>.

1992'ye gelindiğinde ise 3794 sayılı Kanunla birlikte sermaye piyasası araçlarının ihracında izin sistemi terk edilerek yerine kayda alma sisteminin benimsenmesiyle Türk hukukunda kamuyu aydınlatma sistemine geçildiği kabul edilmektedir<sup>158</sup>. Bu değişiklik

---

<sup>156</sup> 2499 sayılı mülga SerPK'nın kamuyu aydınlatma ile ilgili görülen düzenlemelerinden oluşan bir liste için bkz. **Kabaalioglu**, 1988, s. 526 vd.; **Karlı**, s. 457, 458; **Kılıç**, s. 20, 21. Yalnız, ilkenin 2499 sayılı Kanunun ilk haliyle yerleştiğini söyleyebilmek mümkün olmasa da, bu Kanunun kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerini hafife almamak gerekir. Zira, öğretide sermaye piyasasının düzenlemeye kavuşturulmasındaki amacın kamuyu aydınlatma olduğu dahi dile getirilmiştir (**Akdoğan, N./Tenker, N.:** Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 11. Baskı, Ankara 2007, s. 24).

<sup>157</sup> **Kabaalioglu**, 1988, s. 536, 537; **Tuncer**, s. 326; **Karlı**, s. 458; **Coşkun**, s. 11; **Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat)**, s. 202.

<sup>158</sup> **Kılıç**, s. 24; **Ünal, O. K.:** Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara 1999, s. 128; **Aytaç, Z.:** Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?, Rekabet Kurumu Perşembe Konferansları, Ankara 2001, s. 19; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 50, 51; **Memiş/Turan**, s. 50.

3794 sayılı Kanunun gerekçesinde mevcut Kanunun, sermaye piyasası araçlarının halka arzında liyakat veya "izin" sistemine dayalı olan yapısının değiştirilerek tam anlamıyla "kamuyu aydınlatma" sistemine geçildiği ifade edilmiştir (bkz. 3794 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu'nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun" (RG. 13.05.1992, S. 21227) Madde Gerekçeleri, m. 34.

3794 sayılı Kanun yürürlüğe konulurken SPK'nın en önemli görevinin kamunun aydınlatılmasını sağlamak olduğu düşüncesinden hareket edildiği hakkında bkz. **Üçışık**, s. 7.

**Çetin/Töremiş/Cantimur** ise kayda alma sisteminin, içerdiği değerlendirme kriterleri nedeniyle tam anlamıyla kamuyu aydınlatma sistemiyle bağdaşmadığı ve karma sisteme yakın bir modeli temsil ettiği

neticesinde, sermaye piyasası araçlarının ihracında SPK'nın kamu yararı eksenli yerindelik değerlendirmesi yapma yetkisinin ortadan kaldırılması birinci el piyasada; muhasebe, mali tablo ve rapor standartları, ilân, bağımsız denetlemeye ilişkin hükümler (m. 16) ve özellikle kamunun aydınlatılmasına ilişkin özel durumlara dair düzenleme (m. 16/A) ise ikinci el piyasada kamuyu aydınlatma ilkesinin Türk sermaye piyasası hukukunun temel bir ilkesi olmasını sağlayan düzenlemeler olarak görülebilir.

Yine, 2499 sayılı SerPK'nın, birçok hukuki kavram ve kurumun ilk kez düzenlenmesi ile uygulanmasını sağlaması ve bunların bir kısmının ileride 6102 sayılı TTK'ya aktarılması işlevini görmesi<sup>159</sup> bir kenara atılmamalıdır. 6102 sayılı TTK'da kamuyu aydınlatmanın mülga TTK'ya göre bir parça daha ağırlık kazanmasında da 2499 sayılı SerPK ile SPK'nın alt düzenlemelerinin payının bulunduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

## **2- Yürürlükteki Düzenlemeler**

### **A- 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu**

Ticaret hukukunun hızlı bir değişim ve gelişim içinde olması başta olmak üzere değişik ihtiyaçlarla<sup>160</sup> 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe konulması, sadece Türk şirketler hukukunu yeniden şekillendirmekle kalmamış aynı zamanda sermaye piyasası hukukunu da etkileyen önemli değişiklikleri beraberinde getirmiştir.

Yeni Kanuna kamuyu aydınlatma özelinde bakıldığında, kanun koyucunun kamunun aydınlatılması ve şeffaflığı, özellikle AB'nin bu konudaki düzenlemeleri çerçevesinde, şirketler hukukunun bütünü açısından önem taşıyan konular olarak gördüğü dikkat çekmektedir. Bu durum, 6102 sayılı TTK'nın genel gerekçesinin daha önce de değinilen “*Kamuyu Aydınlatma/Şeffaflık*” başlıklı 68. paragrafında da açıkça ifade edilmiştir<sup>161</sup>. Ayrıca bazı düzenlemeler “kamuyu aydınlatma” ve “şeffaflık” esas alınarak oluşturulmuş<sup>162</sup>; bu tercihte de özellikle Avrupa Birliği'nin 09.03.1968 tarih, 68/151 sayılı “Birinci Şirketler Hukuku Yönergesi”nin etkili olduğuna değinilmiştir.

---

görüştüğüdür (Çetin, N./Töremiş, H. E./Cantimur, Z.: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematik Analizi, Ankara 2014, s. 25).

<sup>159</sup> Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 117.

<sup>160</sup> 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe konulmasında etkili olan sebepler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. TTK Genel Gerekçesi, par. 2-6.

<sup>161</sup> Bkz. TTK Genel Gerekçesi, par. 68. Ayrıca bkz. yukarıda Birinci Bölüm-I-“Anonim Şirketler Hukukunda Kamuyu Aydınlatma”.

<sup>162</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 339, 349, 354, 379, 385, 393, 437, 582. Ayrıca bkz. TTK Genel Gerekçesi, par. 48, 67, 89.

Her şeyden önce, ticaret sicili sistemi, 6762 sayılı TTK'da olduğu gibi yeni Kanunda da mevcuttur. Ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde (TTSG) ilâna ilişkin sistemin aydınlatıcı fonksiyon görerek birtakım hususların aleniyetinin sağlanmasına katkı sağladığında kuşku yoktur. Ancak, kamuyu aydınlatma ilkesinin amacı ve kapsamı dikkate alındığında, ticaret sicilinin kamuyu aydınlatma ilkesini hayata geçirmekte yeterli bir güce sahip olmadığı açıktır.

Keza bilgi alma ve inceleme haklarına ilişkin düzenlemeler de (yönetim kurulu üyelerinin bilgi alma hakkına ilişkin m. 392; denetçinin bilgi alma hakkına ilişkin m. 401; pay sahiplerinin bilgi alma hakkına ilişkin m. 437) kamuyu aydınlatma muhatapları arasında yer alan belirli kişilerin belirli konularda bilgiye ulaşmasına hizmet eder.

Kanunun kamuyu aydınlatmayı açıkça zikrettiği tek düzenlemesi 460. maddenin ikinci fıkrasıdır. Bu düzenlemede kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulunun, sermaye artırım kararında kamuyu aydınlatma ilkesi uyarınca gerekli olan diğer konularda da bilgi vereceğinin öngörülmüş olması, halka açık olmayan anonim şirketlerle kamuyu aydınlatmayı açıkça ilişkilendirmesi açısından önemli görülebilir<sup>163</sup>.

6102 sayılı TTK'nın kamuyu aydınlatmaya hizmet eden hükümlerinden bir diğeri TTK m. 1524 uyarınca şirketlerin internet sitesi açma ve bu sitede belirli hususları yayınlama zorunluluklarıdır. Kanunun TBMM'de kabul edilen ilk hâlinde öngörülen bütün sermaye şirketlerinin internet sitesine sahip olması ve internet sitesinin Kanunda belirtilen birtakım hususları içermesi zorunluluğu, kamuyu aydınlatma ilkesini bütün şirketler açısından belirli ölçüde geçerli hale getirecek nitelikteydi<sup>164</sup>. Gerçekten, bu yaklaşımla, kanun koyucu şeffaflığı en üst düzeyde sağlamaya yönelmişti<sup>165</sup>. Yalnız, TTK'nın yürürlüğe girmesine kısa bir zaman kala 6335 sayılı Kanunla<sup>166</sup> bu zorunluluğa

<sup>163</sup> 6102 sayılı TTK'nın kamuyu aydınlatma ile ilişkilendirilen ve çalışmamızda yeri geldikçe değinilecek olan diğer bazı hükümleri ise TTK m. 154, 189, 353, 379, 399, 420, 448, 455, 460/2, 461, 515 ve 532'dir [Yanlı, V.: Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri (Uluslararası Konferans, 16-17 Aralık 2008), Ankara 2010, s. 165, 166; Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), s. 203].

<sup>164</sup> Turanboy, A.: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun Sermaye Piyasası Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu (2-3 Haziran 2011), Ankara 2011, s. 23. Bu gerekliliğin 6102 sayılı TTK'nın şeffaflık konusunda atmış olduğu en önemli adım olduğu değerlendirmesi için bkz. Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), s. 208; Özkorkut, K.: Ticari Defterler Yönünden Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Usul Kanunu Çatışması, Ticaret Hukukuna Hukukun Diğer Alanlarıyla Birlikte Bakış Sempozyumu (15-16 Mayıs 2014), KKTC 2015, s. 124, 125; Özkorkut, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 157. Aynı yönde, Eminoğlu, C.: Türk Ticaret Kanunu'na Kurumsal Yönetim (Corporate Governance), İstanbul 2014, s. 44.

<sup>165</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 1524. Ayrıca bkz. Tekinalp, Ü.: Erişim Hakkı, Batider 2006, C. 23, S. 4, s. 5-12; Yanlı, TTK Tasarısında Kamunun Aydınlatılması, s. 165.

<sup>166</sup> RG. 30.06.2012, S. 28339.

tabi şirketlerin kapsamı oldukça daraltılmıştır. Değişiklik sonrasında zorunluluğun uygulandığı şirketler 397. maddenin dördüncü fıkrası uyarınca denetime tabi olan sermaye şirketleri ile sınırlanmış ve kanun koyucuyu TTK'nın yenilenmesine götüren ideal hedeflerden bir parça uzaklaşmıştır. Bununla birlikte, 6335 sayılı Kanunla internet sitesinde yayımlanması açıkça kararlaştırılan hususları bir liste hâlinde zikreden TTK m. 1524/1. fıkrası da değiştirilmiş ve sitede yayımlanması gereken içerik yalnızca “*şirketçe kanunen yapılması gereken ilanlar*” ifadesiyle sınırlandırılmıştır<sup>167</sup>. Hemen sonrasında internet sitesinde yayımlanması gereken bilgiler “Sermaye Şirketlerinin Açacakları İnternet Sitelerine Dair Yönetmelik” ile düzenlenmiştir (m. 6)<sup>168</sup>.

Keza, 6102 sayılı TTK'nın ilk hâlinde yer alan ve finansal tabloların ilânına ilişkin olan 524. madde ile merkezi yurt dışında bulunan şirketlerin Türkiye'deki şubelerinin finansal tablolarının ilânına ilişkin 525. madde ve nihayet özet finansal tablolara ilişkin 526. maddenin 6335 sayılı Kanunla ilga edilmesi de ilkenin uygulama alanını oldukça zayıflatan bir diğer değişiklik olmuştur<sup>169</sup>.

Kamuyu aydınlatma ile bağlantılı bir diğer nokta ise bilginin belirli standartları taşıması anlamına gelen ve kamuyu aydınlatmanın niteliğinde belirleyici olan maddi kamuyu aydınlatmaya hizmet eden hususlardır. Bu bağlamda, finansal tabloların belirli esaslara uygun tutulması, bağımsız denetim ve kurumsal yönetim gibi konular gündeme gelmektedir. 6102 sayılı TTK'nın 6335 sayılı Kanunla değiştirilmeden önceki ilk hâlinde, bütün sermaye şirketlerinin finansal tablolarını Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'na (*International Financial Reporting Standards, IFRS*)<sup>170</sup> tam uyumlu olacak şekilde, yalnız yetkili kamu otoritesi tarafından belirlenen ve yayımlanan düzenlemeler çerçevesinde hazırlayacakları öngörülmüştü. Buna paralel şekilde, bütün sermaye şirketleri için bağımsız denetim zorunluluğuna yer verilmişti. İkinci bölümde ele alınacağı üzere, kamuyu aydınlatmada çok önemli bir yere sahip olan finansal raporların

---

<sup>167</sup> TTK'nın şirketlerin internet sitesinde yayımlanması öngörülen bilgilere yönelik değişik hükümlerinin listesi için bkz. **Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat)**, s. 210, 211.

<sup>168</sup> RG. 31.05.2013, S. 28663.

<sup>169</sup> **Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat)**, s. 204.

<sup>170</sup> IFRS (*International Financial Reporting Standards*), Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (*International Accounting Standards Board, IASB*) tarafından yürürlüğe konulan ve uygulamalardan elde edilen birikimlerin tümevarım yöntemiyle standartlaştırılması sonucu elde edilen ihtiyaca uygun kurallar bütünüdür. IAS (*International Accounting Standards*) ise IASB'in yerini aldığı Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi (*International Accounting Standards Committee, IASC*) tarafından daha önce yürürlüğe konulan ve bir bölümü halen geçerli muhasebe standartlarıdır. IFRS ve IAS'lerin kısa tarihçesi için bkz. **Tekinalp, Ü.**: Türk Ticaret Hukukunda Küresel Bir Açılım: IFRS/TMS-TFRS, Batider 2007, C. 24, S. 2, s. 36, 37; **Özkorkut, K.**: Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim, Ankara 2013, s. 40, 41.

niteliği açısından önem taşıyan bu zorunluluğa tabi şirketlerin kapsamı da yine 6335 sayılı Kanun ile daraltılmıştır. Değişiklikle birlikte, yalnızca Bakanlar Kurulu<sup>171</sup> tarafından belirlenen şirketlerin bağımsız denetime tabi olacağı kararlaştırılmıştır. Türkiye Muhasebe Standartlarına (TMS) uyma zorunluluğu da Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) tarafından belirlenen şirketlerle sınırlanmıştır.

Yine, “*Türk Ticaret Kanununun Çıkarılmasında Etkili Olan Sebepler*” ve “*Dünya’da ve Özellikle Avrupa’da Ticaret Hukukunu Etkileyen Öğretiler ve Raporlar*” başlığı altında kapsamlı şekilde üzerinde durulan “kurumsal yönetim” kavramı da kamuyu aydınlatma ile bir diğer temas noktasını oluşturmaktadır. Zira, kamuyu aydınlatma bağımsız bir ilke olmasının yanı sıra kurumsal yönetim ilkelerinin de olmazsa olmaz unsurlarından sayılmaktadır<sup>172</sup>. Bu bağlamda, TTK’nın 1529. maddesi ile kurumsal yönetim ilkelerinin açıkça tanınması, pratik bir sonuç doğurmamakla birlikte, konunun TTK tarafından tanınması açısından anlamlıdır.

Sonuç olarak, 6102 sayılı TTK’nın kamuyu aydınlatmaya hizmet eden hükümler içerdiği kabul edilebilir. Buna karşın, 6335 sayılı Kanunla yapılan değişikliklerin TTK’daki kamuyu aydınlatma anlayışını zayıflattığı kesindir. Şu hâlde, yeni Kanunun hazırlanışında ortaya konulan ve Kanunun gerekçesinde açıklanan vizyondan uzaklaşılmasına yol açan 6335 sayılı Kanunun, kamuyu aydınlatmanın Türk şirketler hukukunun bütününde geçerli bir ilke haline gelmesini de engellediği söylenebilir. Ancak, ileride yapılacak değişikliklerle kamuyu aydınlatmanın Türk şirketler hukukunun bütününde hâkim konuma gelebilmesi mümkündür.

## **B- 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu**

Yukarıda da açıklandığı üzere, kamuyu aydınlatma ilkesi TTK’da da belirli ölçüde benimsenmiş olsa da, konu ve kapsam itibarıyla asıl düzenlenme yeri hâlâ sermaye piyasası mevzuatıdır. Bilindiği üzere, 6362 sayılı SerPK’nın 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe girmesiyle sermaye piyasası hukukunun yasal çerçevesi bütünüyle değişmiştir. Bu piyasada yaşanan gelişmeler, 2008 küresel finans krizi ve krizin etkileri ile 6102 sayılı yeni TTK’nın sermaye piyasalarına etkisi şeklinde üç ana başlıkla ortaya konulan değişiklik gerekçeleri<sup>173</sup>, yeni bir kanunun yürürlüğe konulmasında etkili olmuştur.

<sup>171</sup> 700 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (m. 192/1.d) ile yapılan değişiklik gereği bu şirketler artık Cumhurbaşkanı tarafından belirlenecektir (RG. 07.07.2018, S. 30471, ikinci mükerrer).

<sup>172</sup> Bkz. Birinci Bölüm-X-3-“Kurumsal Yönetim İlkeleri”.

<sup>173</sup> Bkz. SerPK Genel Gerekçesi.

Kanunun kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenlemelerine bakıldığında, SerPK'nın bütününe yayılmış olan hükümler arasında öne çıkan düzenlemelerinin birinci ve ikinci el piyasalar açısından sınıflandırarak tespit edilmesi uygun olabilir.

Sermaye piyasası araçlarının oluşturularak satışının gerçekleştirildiği birinci el piyasa bakımından sistemin merkezinde kamuyu aydınlatma yer almaktadır. Aşağıda ayrıntılı olarak inceleneceği üzere<sup>174</sup>, “izahnamenin onayı sistemi” çerçevesinde sermaye piyasası araçlarının ihracında SPK'nın görev ve yetkileri kamuyu aydınlatma ilkesi esas alınarak düzenlenmiştir (m. 4-13). Keza Kanunun 54/1.ç bendine göre Kurul yatırım fonlarının izahname ve diğer kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisine de sahiptir.

İkinci el piyasa açısından ise Kanun'un ikinci kısmının “Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Esaslar” başlıklı ikinci bölümünde yer alan 14 ve 15. maddelerinde kamuyu aydınlatma, sermaye piyasası araçlarının ihracı ile ilgili olarak ele alınmış ve finansal raporlama ile bağımsız denetim konularıyla ilişkilendirilmiştir. SerPK'nın söz konusu bölümünün kapsamında sadece 14. ve 15. maddelere yer verilse de, konuyu bu sınırdan ele almak doğru bir yaklaşım olmaz. Zira, yukarıda da belirtildiği üzere, Kanunun bütünü üzerinde bu ilkenin izlerini görebilmek mümkündür<sup>175</sup>.

Bu ana düzenlemelerin dışında yukarıda da ifade edildiği gibi Kanunun muhtelif yerlerinde kamuyu aydınlatma ile ilişkili hükümler yer almaktadır:

Mevzuat uyarınca kamuya açıklanması gerekli olan bilgilerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemi ifade eden Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) bu tanımın yapıldığı m. 3/1.k bendi başta olmak üzere Platforma yapılması öngörülen bildirimlerle ilişkin hükümler ile Kurul'un KAP'ın işletim ve çalışma esasları ile bu Kanun kapsamında Kurul'a yapılacak bildirim ve başvuruların esaslarını belirleme yetkisi (m. 128/1.ğ) bilgilerin kamuya sunulması yöntemi bağlamında önemlidir<sup>176</sup>.

---

*Çetin/Töremiş/Cantimur*, kurumsal yönetim ilkelerinin Kanunun geneline hasredilmesi, AB müktesabatına uyum, 2008 krizi sonrası oluşturulan standartlara uyum ve İstanbul Finans Merkezi Projesi çerçevesinde daha sağlam ve sağlıklı bir hukuki yapının kurulması amacı şeklinde dört ana parametrenin yeni Kanunun hazırlanmasına dayanak teşkil ettiği görüşündedir (*Çetin/Töremiş/Cantimur*, s. 16-18).

<sup>174</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-“İzahname”.

<sup>175</sup> 6362 sayılı SerPK ile kamuyu aydınlatma ilkesinin temel oluşturduğu hükümlerin daha belirgin hale geldiği tespiti hakkında bkz. **Günay, E. D.:** Kamuyu Aydınlatma İlkesinin 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanununa Yansımaları, *Terazi Hukuk Dergisi* 2013, S. 77, s. 22.

<sup>176</sup> KAP'ın, *şeffaflık sağlama ve güvenilir bilgi verme platformu* olduğu hakkında bkz. **Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.:** Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu, 2. Bası, İstanbul 2018, s. 12.

Borsa kotuna alınan sermaye piyasası araçlarını ihraç edenlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmelerini sağlamaya yönelik olarak borsalara da düzenleme yapma yetkisi verilmiştir (m. 68/2). Anılan fıkrada ayrıca “*Borsalar, kamuya açıklanacak bilgilere erişim konusunda Kurulca belirlenen kurallara uymak zorundadırlar.*” denilerek SPK’ya kamuyu aydınlatmanın yöntemi konusunda borsalar üzerindeki yetkisi tanınmıştır.

Hemen ekleyelim ki, Kanunda şeffaflık ile ilgili getirilen düzenlemeler de kamuyu aydınlatmaya hizmet eder. Bu noktada, Kanunun amacının düzenlendiği 1. maddesi; ilk halka arzlarda şirkette mevcut tüm imtiyazların şeffaf ve anlaşılır detayda kamuya duyurulma zorunluluğunun öngörüldüğü m. 28/1. fıkrası; yatırım kuruluşlarının ortaklık yapılarının şeffaf ve açık olmasının öngörüldüğü m. 43/1.f bendi; sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Kurul tarafından uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işlem görmesini sağlamak üzere belirli konulara ilişkin usul ve esasların ilgili borsa tarafından hazırlanan ve Kurulca onaylanan yönetmeliklerle belirleneceğine ilişkin m. 67/1. fıkrası; borsaların işlemlerinin şeffaflığının sağlanması için bünyelerinde gerekli gözetim sistemini kurmalarına ve önleyici tedbirleri almalarına ilişkin m. 70/2. fıkrası ile SPK’ya ve faaliyetlerine ilişkin olan “*Şeffaflık ve hesap verilebilirlik*” kenar başlıklı 129. maddesi bu kavramın Kanunda açıkça zikredildiği düzenlemeleri oluşturmaktadır.

Sermaye piyasasında gerçekleştirilen faaliyetlerin etki düzeyinin genişliği ve menfaat sahiplerinin çeşitliliği nedeniyle bu alanda hem idari hem cezai yaptırımlar öngörülmüştür. Kanunun “*İdari Para Cezası Gerektiren Fiiller ve Sermaye Piyasası Suçları*” başlıklı altıncı kısmını oluşturan 103-116. maddeleri arasında düzenlenen işlem ve eylemler kamuyu aydınlatma ile sıkı sıkıya ilişkilidir. Piyasa bozucu eylemler, bilgi suistimali, piyasa dolandırıcılığı, usulsüz halka arz, izinsiz sermaye piyasası faaliyeti, bilgi ve belge vermeme, denetimin engellenmesi, yasal defterler, muhasebe kayıtları ile finansal tablo ve raporlarda usulsüzlük bunların başında gelmektedir.

Nihayet, 6362 sayılı SerPK ile “kamuyu aydınlatma belgeleri” şeklinde bir kategorinin hukuk düzenimize dahil olması ve bu kategoriye bağlanan en önemli hukuki sonuç olarak sorumluluğun özel olarak düzenlenişi kamuyu aydınlatma ilkesinin hukukumuzdaki gelişimi adına çok önemli bir aşamayı oluşturmuştur. Bu bağlamda, tez konusunu oluşturan kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk ile ilgili hükümler (m. 10, 11/3, 14/2, 32, 63, 64, Geçici Madde 8/7), ilkeyi hukuki yaptırımlarla destekleyen ve bu alandaki hak arama özgürlüğünü geliştirmeye yönelik bir role sahiptir.

Son olarak ekleyelim ki, SerPK'nın 128. maddesinin birinci fıkrasının "b" bendinde "*Kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla genel ve özel nitelikte kararlar almak*" SPK'nın yetkileri arasında açıkça zikredilmiştir. Bu düzenlemeden alınan yetkiyle, Türk sermaye piyasası hukukunun genel karakteristiğini oluşturan *çerçeve kanun ve ayrıntılı alt düzenlemeler* şeklindeki yapılanma gereği, kamuyu aydınlatma konusundaki usul ve esaslar SPK'nın ilgili düzenlemeleri ile ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir.

### **C- SPK Tebliğleri ve İlke Kararları**

Bilindiği üzere, Türk sermaye piyasası mevzuatı Kanunun çizdiği çerçevede oluşturulan ikincil düzenlemeler ile bir bütündür. Alanın düzenleyici otoritesi olan SPK, Kanundan aldığı yetkiyle yönetmelik, tebliğ ve ilke kararları ile düzenleme getirmektedir. SPK bu yetkisini genellikle konularına göre farklı tebliğler yürürlüğe koyarak kullanmaktadır. SPK tarafından yayımlanan tebliğlerin tamamına yakınında kamuyu aydınlatma ilkesinden hareket edilerek oluşturulan hükümler mevcuttur. Bu düzenlemelerin bir kısmının ise odak noktasında kamuyu aydınlatma ve kamuyu aydınlatma belgeleri yer almaktadır.

Sermaye piyasası araçlarının ihracında düzenlenmesi zorunlu izahname ve ihraç belgesine ilişkin "*İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1)*"<sup>177</sup> ile sermaye piyasası araçlarının satış yöntemlerine, dağıtımına ve teslimine ilişkin esasları düzenleyen "*Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)*"<sup>178</sup> birinci el piyasa açısından önem taşır.

İkinci el piyasa açısından ise değişik konularda tebliğler mevcuttur. "*Özel Durumlar Tebliği (II-15.1)*"<sup>179</sup> ve "*Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği (II-15.2)*"<sup>180</sup> sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek içsel veya sürekli bilgileri ifade eden özel durumlara ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Finansal raporlar ile bunların hazırlanması ve ilgililere sunulmasına ilişkin ilke, usul ve esaslar konusunda ise "*Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)*"<sup>181</sup> ve

---

<sup>177</sup> RG. 22.06.2013, S. 28685.

<sup>178</sup> RG. 28.06.2013, S. 28691.

<sup>179</sup> RG. 23.01.2014, S. 28891.

<sup>180</sup> RG. 23.01.2014, S. 28891.

<sup>181</sup> RG. 13.06.2013, S. 28676.



“Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ (II-14.2)”<sup>182</sup> karşımıza çıkmaktadır.

Daha önce de belirtildiği üzere, “Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1)”ne<sup>183</sup> ekli Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin (2) nolu bölümünde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık birlikte düzenlenmiştir.

Sadece birinci el piyasada değil aynı zamanda ikinci el piyasada kamuya sunulan bilgi, belge ve açıklamaların elektronik ortamda gönderildiği merkez olan Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun işleyişine ilişkin usul ve esaslar “Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği (VII-128.6)”nde<sup>184</sup> ortaya konulmuştur.

SPK’nın tercih ettiği bir diğer idari işlem türü olan ilke kararları da zaman zaman kamuyu aydınlatma ilkesi ile ilişkili olmaktadır. “Finansal Tablo ve Dipnot Formatları Hakkında İlke Kararı”<sup>185</sup> ile “Özel Durumlar Rehberi”<sup>186</sup> bunlara örnek olarak gösterilebilir.

Düzenleme politikası açısından baktığımızda, hukukidüzenlemelerin birbirini bütünlemesi ve böylece kamuyu aydınlatma sisteminde işlerliği bozacak açıkların mevcut bulunmaması gerekir. Bu durum kamuyu aydınlatmanın esasına ilişkin düzenlemeler arası uyum ve bütünlük açısından geçerli olduğu gibi bu düzenlemelerin etkinliğini sağlayıcı sorumluluk hükümleri açısından da önem taşır. Aksi takdirde, bir zincirin en zayıf halkası kadar güçlü olduğu gibi ülkedeki kamuyu aydınlatma rejiminin de muhatapları zarara uğraticı ve aksak olması sonucu doğar.

Öte yandan, kamunun aydınlatılmasına ilişkin düzenlemelerin gereğinden fazla karmaşık olması hâlinde kuralların yeterince anlaşılabilmesi tehlikesi doğabilir. Bu durum, temelinde kötüniyet olmasa dahi eksik ya da hatalı kamuyu aydınlatma sonucuna götürebilir. Ayrıca, aşırı karmaşık hükümler, kamuyu aydınlatma belgelerinin düzenlenme süreçlerindeki bütün ilgililer açısından fazla zaman alıcı ve maliyet doğurucu olumsuz etkileri dolayısıyla arzulanan bir durum değildir.

Bu noktada, SPK’nın, SerPK’dan aldığı yetkiyle yürürlüğe koyduğu söz konusu ikincil düzenlemeler kanun koyucunun düzenlemeye yetişemediği konuları içermektedir. Bu düzenlemeler ilkenin en güncel halini yansıtmanın yanı sıra içerdiği kamuyu

---

<sup>182</sup> RG. 30.12.2013, S. 28867, mükerrer.

<sup>183</sup> RG. 03.01.2014, S. 28871.

<sup>184</sup> RG. 27.12.2013, S. 28864.

<sup>185</sup> Bkz. 07.06.2013 tarih, 2013/19 sayılı SPK Bülteni.

<sup>186</sup> Bkz. 27/06/2014 tarih, 2014/19 sayılı SPK Bülteni. Anılan rehberin hukuki nitelik olarak “Kurul Kararı” hükmünde olduğu açıkça belirtilmiştir. Bu konuda ayrıca bkz. **Akbulak, Y.:** Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma, LHD 2017, C. 15, S. 172, s. 1832.

aydınlatma usul ve esasları ile kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun doğup doğmadığının belirlenebilmesi için dikkate alınmalıdır.

Sonuç olarak, kamuyu aydınlatma kavramının Türk hukukunda ilk ortaya atıldığı Rapordan sonra yabancı hukuk sistemlerini de izler şekilde tarihsel süreç içerisinde ağırlığını ve önemini sürekli olarak artırdığı görülmektedir. 6102 sayılı TTK’da kendisine hizmet eden birtakım hükümlere yer verilmiş olmakla birlikte, özellikle 6362 sayılı SerPK’da ve SPK’nin ikincil düzenlemelerinde bu alanın taşıyıcı ve temel bir ilkesi olarak kendisini göstermiştir.

## VI- KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN AMACI VE KAPSAMI

### 1- İlkenin Amacı

Sermaye piyasası hukukunun en temel amacı; fon sahibi olan kişilerin elinde bulunan sermayenin, üretken ticari girişimlere aktarılmasının sağlanmasıdır<sup>187</sup>. Bununla birlikte, her biri ayrı öneme sahip ve düzenleme yapanlar tarafından göz önüne alınması gereken ikincil amaçlar olarak; ekonomik büyümenin temini, finansman olanaklarının geliştirilmesi ve özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman sağlaması, istihdam olanakları yaratılması, vergi gelirlerinin artırılması, ileri yaşlıların kamuya bağımlılıklarının azaltılması, kurumlara ve yatırımcılara risk yönetimi olanakları yaratılması ile riskin dağılımı imkânlarının geliştirilmesi, altyapı yatırımları ve uzun vadeli yatırımların gerçekleştirilmesi, ülkeler ve ekonomik birlikler arasındaki uyumsuzlukların dengeye kavuşturulması, teminat olanakları yaratılması ile piyasada likiditenin sağlanması gelinen noktada kabul edilebilir şekilde savunulmaktadır<sup>188</sup>.

Bu çerçevede olmak üzere, sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerle piyasanın istenilen standartlarda işlerliğinin sağlanması hedeflenmektedir. Hukukumuzda SerPK’nın 1. maddesinde Kanunun amacı olarak zikredilen “*sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi*” ile sağlanmaya çalışılan husus, yine aynı maddede ifade bulan güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyen ve gelişen bir piyasanın oluşturulması ile yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasıdır<sup>189</sup>.

Sermaye piyasasının düzenlenmesinin ve denetlenmesinin genel amaçları esasen bu alanın bütün hukuki düzenlemelerinde kendini belirli açılardan göstermektedir.

<sup>187</sup> Burn/Greene, s. 343.

<sup>188</sup> Burn/Greene, s. 344-350.

<sup>189</sup> 6362 sayılı SerPK’nın amaçları hakkında ayrıntılı bir değerlendirme için bkz. Karacan, s. 13-42.

Ancak, birtakım düzenlemeler bazı özel amaçlar üzerinde yoğunlaşmaktadır. Kamuyu aydınlatmaya da bu bağlamda değinmekte yarar vardır.

Her şeyden önce, kamuyu aydınlatmanın amaçlarını belirlerken amaca dahil olmayan iki noktanın altının çizilmesiyle başlanması konunun daha iyi anlaşılmasına hizmet eder. Kamuyu aydınlatma, bütün muhataplarını aynı bilgi ve algı düzeyine getirerek aynı yönde hareket ettirmeyi amaçlamaz. Teorik olarak bir an için böyle bir amaca sahip olduğu varsayılsa bile, yatırımcıların düzeyleri, bilgiyi yorumlama yetenekleri ve risk algılarındaki farklılığa bağlı olarak elde edilen bilgiden çıkartacakları sonuçların da farklı olması kaçınılmazdır. Esasen fiili durumda geniş kaynakları ve alanında uzman çalışanlarıyla profesyonel yatırımcılar satış gelirleri, kârlılık, pay fiyatlarının geçmişteki düzeyi ve benzeri grafikler gibi iktisadi veri ve göstergelere dayalı hareket etmeye çabalasa da, diğer yatırımcılar uygulamada daha ziyade yatırım danışmanlarının ve bu alanı bildiği düşünülen kişilerin tavsiyeleri ile hareket etmektedir<sup>190</sup>. Yine de, piyasada yer alan aktörlerden birilerinin sunulan bilgiyi analiz etmesinin kaçınılmazlığı ve bu varsayımsal kişinin profesyonel nitelikte olmayan yatırımcılar da dahil olmak üzere piyasanın geri kalanına da etkisinin olacağı kabul edilmektedir<sup>191</sup>. Zira etkin sermaye piyasası teorisinde vurgulandığı üzere, sunulan bilgiler aracın fiyatına doğrudan yansiyacaktır. Dolayısıyla sunulan bilgilerin herkes tarafından bizzat okunması ve doğru algılanması amaçlanmamaktadır. Bu durum, kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluğun şartları arasında yer alan zarar ve illiyet bağı açısından belirli hukuki sonuçları beraberinde getirmektedir<sup>192</sup>.

Kamuyu aydınlatmanın amacına dahil olmayan ikinci husus olarak ise ilkenin sermaye piyasasına yatırım yapmaktan kaynaklı piyasa risklerini ortadan kaldırmayı amaçlamadığını belirtmek gerekir<sup>193</sup>. Kamuyu aydınlatmayla yalnızca ilgililerin riskler hakkında bilgilendirilmesi hedeflenmektedir<sup>194</sup>. Keza, yatırımcıları en kârlı yatırıma yönlendirmek gibi bir amaç da söz konusu değildir. Esasen SerPK hükümlerinin ve SPK'nın faaliyetlerinin de böyle bir amacı yoktur<sup>195</sup>.

---

<sup>190</sup> **Brinckmann**, Periodic Disclosure, s. 315.

<sup>191</sup> **Klöhn**, Marktbetrug, s. 674; **Easterbrook/Fischel**, s. 674.

<sup>192</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-“Zarar” ve Dördüncü Bölüm-I-5-“İllyet Bağı”.

<sup>193</sup> Sermaye piyasasının, niteliği gereği risksiz yaşayamayacağı ve bu piyasada riskin tamamen ortadan kaldırılmasının hedeflenmediği hakkında bkz. **Aytaç**, Yatırımcının Korunması, s. 7, 8.

<sup>194</sup> **Kaya**, s. 20; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 34.

<sup>195</sup> **Özbay, E.:** Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul 2004, s. 24.

Kamuyu aydınlatmanın amacı denildiğinde, bu ilkeyle ulaşılmak istenen sonuç ya da sonuçların neler olduğu ortaya konulmalıdır. Bu bakımdan, ilke ile oluşması engellenmek istenen ve oluşması hâlinde ideal şekilde çözümlenmesi hedeflenen sorunların değerlendirilmesi yerinde olabilir. Şu hâlde, madalyonun bir yüzüne ilkenin önleyici tarafını, diğer yüzüne ise hâlihazırda oluşmuş hukuki problemlerin hangi çözümleyici yollarla aşılabileceğinin konulması gerekmektedir. Kamuyu aydınlatmanın amaçladığı hususlardan başarılı olabildiği kadarı bizi aşağıda daha ayrıntılı olarak ele alınacak<sup>196</sup> olan kamuyu aydınlatmanın fonksiyonlarına götürmektedir. Dolayısıyla kamuyu aydınlatmanın fonksiyonları esas itibarıyla bu ilkenin amaçlarının da anlaşılmasını sağlamaktadır.

Yine de ana hatlarıyla ifade etmek gerekirse, önleyici amaçlar ile öğretide kamuyu aydınlatmanın en genel amacı olarak ifade edilen ilgililere tam, doğru, zamanında ve yeterli düzeyde bilgi sunulması yoluyla bu kişilerin korunmalarının sağlanması vasıtasıyla piyasadaki aldatıcı işlem ve fiillerin engellenmesi anlaşılır (*ex ante koruma*)<sup>197</sup>. Sermaye piyasasında yatırımcının korunmasının bu piyasanın etkinliğinin ve sağlıklı işleyişinin ön koşulu olduğu hususunda herhangi bir tereddüt yoktur. Bu durum da anılan genel amacın aşağıda da ele alınacak birçok işleve sahip olması sonucunu doğurmaktadır. Kamuyu aydınlatma ilkesi, finansal piyasaların etkinliğine destek olmak üzere, yatırımcıları ve yatırımcıların piyasaya olan güvenlerini koruyarak sermaye piyasasının işlerliğini geliştirmekte ve büyümesini teşvik etmektedir<sup>198</sup>. İlkenin zorlayıcılığıyla elde edilen bilgiler, şirketleri (özellikle de büyük şirketleri) kurumsal sorunlarının tespitine yönlendirmektedir. Bu sayede bir yandan şirketlerin kendi organizasyonel, finansal ve işletmesel faaliyetlerinin geliştirilmesi desteklenmekte diğer taraftan sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını etkileyecek bilgileri tam ve doğru olarak yansıtması mümkün olmaktadır. Bu şekilde oluşturulan yatırım ortamıyla da kıt kaynakların ekonomiye verimli şekilde kazandırılması amaçlanmaktadır<sup>199</sup>.

Kamuyu aydınlatmanın somut amaçları arasında özellikle zikredilmesi gerekenlerden biri, gerek birinci el piyasada izahnameyle gerekse ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgeleriyle piyasadaki asimetrik bilgi probleminin çözümünü

---

<sup>196</sup> Bkz. Birinci Bölüm-IX-1-“İşlevleri”.

<sup>197</sup> **Pashi**, Kurumsal Yönetim, s. 246; **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 21; **Şehirli Çelik (Kırca/Manavgat)**, s. 200; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 121; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 33-35.

<sup>198</sup> **Enriques/Gilotta**, s. 513-520.

<sup>199</sup> **Enriques/Gilotta**, s. 513-520.

amaçlamasıdır<sup>200</sup>. Asimetrik bilgi, bilhassa daha az bilgiye sahip olan piyasa katılımcılarının edindikleri sermaye piyasası araçlarının gerçek değerinde olmaması yahut sonradan oluşacak değer kayıplarına yol açmaktadır<sup>201</sup>. Bu durum, yatırımcıların sermaye piyasasından kaçınması ve uğradıkları maddi kayıplarla ihraççı şirketlerle kurdukları hukuki ilişkilerini sonlandırması gibi zararlı sonuçlar doğurur<sup>202</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesi ile bilginin eşit dağılmamasının piyasa etkinliğine ve fonksiyonlarına vereceği zarar engellenmeye çalışılmaktadır. Şu hâlde, sermaye piyasasında kamuyu aydınlatma, temel olarak, bilgilendirilmiş şekilde karar alma olanağı ve karşılaştırma imkânı sağlayan ve bilgi asimetrisi temelli piyasa bozukluklarının üstesinden gelmeye yarayan bir araçtır<sup>203</sup>. Yatırımcıların kararlarına etki edecek türden bilgileri kamuyu aydınlatma esasları çerçevesinde değil de bireysel girişimleriyle edinmelerinin beklenmesi, zaman ve işlem maliyeti doğurucu bir tercih olacaktır. Bu yöndeki hukuki ve fiili olanakların zayıflığı bir tarafa, bu tercih piyasa katılımcıları arasındaki bilgi ve algı farklılıklarını artırıcı bir etki doğurur. Bu durum, daha sonra da aktarılacağı üzere, asimetrik bilgi problemi yaratacağından piyasada istenmez. Bunun için de, muhatapların bilgiye ulaşma imkânında fırsat eşitliğinin sağlanması<sup>204</sup> zorunludur.

Şirketin kamuyu aydınlatma zorunluluğuna tabi kılınmasının bir diğer nedeni, bilgiyi sunması gereken taraftan bilgi gelmediğinde ikincil kaynakların devreye girebilmesidir. Dolaylı bilgi kaynaklarından elde edilecek bilginin kötünîyet olmasa dahi yanlış, yanıltıcı ve eksik olma riski görece daha yüksek olacağından, bu türden durumların engellenmesi kamuyu aydınlatma ilkesinin bir diğer hedefi olarak görülebilir.

İlkenin ikinci yüzü olarak gördüğümüz tarafta ise ilkeyi bütünleyen ve bu çalışmanın konusunu oluşturan kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk yer almaktadır. Sorumluluk düzenlemeleri, ilkenin etkinliğini sağlayarak yukarıda belirlenen amaçlara ulaşılmasını hedeflemektedir. Ancak, amaca ulaşamadığı noktalarda tazmin mekanizmasının (*ex post koruma*) devreye girebilmesini sağlayan yine sorumluluğa ilişkin hüküm ve ilkeler olacaktır. Dolayısıyla piyasada oluşan aksaklıkların hukuka uygun şekilde çözümlenmesi kamuyu aydınlatmanın amaçlarının bir diğer boyutunu oluşturmaktadır.

---

<sup>200</sup> **Veil**, s. 283.

<sup>201</sup> **Kalss**, s. 72.

<sup>202</sup> **Kalss**, s. 72.

<sup>203</sup> **Moloney**, s. 290, 291.

<sup>204</sup> **İhtiyar**, s. 176; **Manavgat**, *Bilgiye Dayalı Manipülasyon*, s. 32.

Sonuç olarak, sermaye piyasası hukukunun bu piyasadaki olumsuz olaylara tepki olarak ortaya çıkması ve gelişmesi, bu alandaki düzenleme ve ilkelerin yöneldiği hedefleri de etkilemektedir. Tarihsel süreçte yaşanan ve dürüstlüğü aykırı işlem ve eylemlerden çıkarılan dersler ile bu konulardaki geleceğe ilişkin öngörüler, kamuyu aydınlatma ilkesinin amacının ve kapsamının şekillenmesine etki etmiştir. Bu bağlamda, yasama organları ve düzenleyici otoriteler yukarıda belirtilen hedeflere ulaşmak için kamuyu aydınlatma düzenlemelerini hukuki araç olarak kullanmaktadır.

## 2- İlkenin Kapsamı

Kamuyu aydınlatma ilkesinin kapsama alanı konusunda kamuyu aydınlatmanın süjesi ve konusu açısından ayrı ayrı değerlendirme yapılmalıdır.

Kamuyu aydınlatmanın süjesi kapsamında, kimlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün bulunduğu belirlenmesi gerekir. Bu konuda yanıtlanması gereken sorulardan ilki, kamuyu aydınlatmanın sadece halka açık anonim şirketleri (*public company, publicly held corporation*) mi ilgilendirdiğidir. Buna verilecek cevap, bu kavramın ilke haline gelme sürecinde geçirdiği değişim ile şekillenen kapsamıyla ilgilidir. Geçmişte, bu ilkenin “sadece” değil ama “esasen” halka açık anonim şirketleri ilgilendirdiği belirtilmiştir<sup>205</sup>. Gerçekten, bu ihtiyaç en fazla sermaye piyasasının baş aktörü olarak esas alınan<sup>206</sup> halka açık anonim şirketlerde kendini göstermektedir. Bu şirketlerde pay sahipleri kitlesinin genişliği ve yönetim-mülkiyet ayrışmasının aydınlatmaya olan ihtiyacı artırdığına şüphe yoktur. Ancak, geline noktada kapsam itibarıyla paylarla sınırlı bir yaklaşım eksik kalacaktır. Aşağıda kamuyu aydınlatmanın türleri ve muhataplarıyla ilgili açıklamalarda bu soru yanıtını kendiliğinden bulacaktır; ancak, şimdilik gerek birinci el piyasada pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının ihraç sürecinde gerekse ikinci el piyasada pay dışındaki araçların fiyatını etkileyebilecek gelişmelerin de kamuyla paylaşılması gerekliliği karşısında sadece paya bağlı kriterlerle vücut bulan halka açık anonim şirket statüsüyle sınırlı düşünülmemesi gerektiğini belirtmek yeterli olacaktır.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ilkenin süjesi dikkate alınarak kapsamının belirlenmesine dair bir görüşe göre, bir şirketin sermaye miktarı ile aydınlatma

---

<sup>205</sup> **Tekil, F.:** Anonim Şirketler Hukuku, 2. Bası, İstanbul 1998, s. 59; **Paslı,** Kurumsal Yönetim, s. 251; **Okakın,** s. 95.

<sup>206</sup> **Yanlı,** Halka Açık Anonim Şirketler, s. 21; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), I,** s. 319. Halka açık anonim şirketlerin sermaye piyasasının ayrılmaz bir parçası ve bu piyasanın temel bir bileşeni olduğu değerlendirilmesi için bkz. **Tekinalp/Çamoğlu,** s. 10.

yükümlülükleri arasında bir korelasyon mevcut bulunmaktadır. Buna göre, şirketin piyasadaki payı bir başka deyişle pazar payı (*market participation*) arttıkça kamunun aydınlatılması ihtiyacı ve şirketin bu yöndeki yükümlülükleri de artar<sup>207</sup>. Bu çıkarım, şirketin daha fazla sermayeye sahip olmasının korunması gereken yatırımcıları artıracığı ve piyasa verimliliği ile bu şirketin sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının doğru belirlenmesinin daha önemli hale geleceğinden hareketle yapılmaktadır<sup>208</sup>. Şu hâlde, bu tespit, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yoğunluğunun belirlenmesi açısından önem taşımaktadır.

Kamuyu aydınlatmanın konusuna bakıldığında, kesin sınırlar çizilebilmek mümkün olmamakla birlikte, mevcut durumu ana hatlarıyla ortaya koyacak bir tespit yapılması gerekir. Bu noktada, yeni Kanun ile oluşturulan kamuyu aydınlatma belgeleri esas alınabilir. Kanunla yahut SPK'nın düzenleyici işlemleriyle kamuyu aydınlatma belgesi olarak kabul edilen belgelerde yer alması gerekli görülen bilgiler kamuyu aydınlatmanın konu olarak kapsamını ortaya koyar. Kamuyu aydınlatma belgeleri çalışmanın ikinci bölümünde ayrı ayrı ele alınacak olmakla birlikte, kamuyu aydınlatmanın kapsamını ana hatlarıyla belirleyebilmek adına birinci el piyasa ve ikinci el piyasa açısından şimdilik şu şekilde bir tespit yapmak uygun olabilir.

Birinci el piyasada kamuyu aydınlatmaya hizmet eden temel araçlar olan izahname ve ihraç belgesi ile ihraca ilişkin ilân, reklam ve broşürlerde şirket ve ihraç olunan sermaye piyasası araçları hakkında bilgi sunulması kamuyu aydınlatmanın kapsamını oluşturmaktadır. Bu tür belgelerde yer alması gereken bilgiler, kanun koyucunun belirlediği çerçevede SPK tarafından yürürlüğe konulan alt düzenlemeler ile belirlenmektedir. AB'nin yukarıda belirtilen 809/2004/EC ve 2017/1129/EU sayılı Tüzükleri bu konuda her zaman göz önüne alınması gereken önemli referans noktalarıdır.

SerPK m. 15 hükmünü ikinci el piyasada kamuyu aydınlatmanın kapsamının genel çerçevesi olarak kabul edebilmek mümkündür. Anılan düzenlemeye göre sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanması gerekmektedir. İzahname ve ihraç belgesi dışında diğer bütün kamuyu aydınlatma belgelerini belirtilen nitelikteki bilgileriyle bir bütün olarak kamuyu aydınlatmanın ikinci el piyasadaki kapsamı olarak kabul edebiliriz.

---

<sup>207</sup> Brinckmann, Foundations, s. 278, 279.

<sup>208</sup> Brinckmann, Foundations, s. 279.

Önemle belirtelim ki, kamuyu aydınlatma felsefesinde, yatırımcıların yatırım kararlarıyla ilişkili bilmeleri gerekenlere vâkıf olmalarının sağlanması ile şirketin gelirlerini artıracak şekilde ticari faaliyetlerini sürdürebilmesi ve yatırım fırsatlarını yakalayabileceği bir atmosferin temini arasında bir dengenin kurulması zorunludur<sup>209</sup>. Şirketlerin bu gerekliliklere aşırı ölçüde zaman ayırma zorunluluğunun ortaya çıkışı yatırım yapma kapasiteleri üzerinde de olumsuz etkiler doğurur. Dengenin sağlanamaması, bir başka deyişle taraflardan herhangi birinin lehine düzenlemelere ölçüsüz şekilde ağırlık verilmesi, doğrudan diğerinin aleyhine sonuçları beraberinde getirecektir. Bu durum sermaye piyasasının işleyişine ve etkinliğine vereceği zararlar uzun vadede lehine düzenleme öngörülen taraf için de sakıncalı durumlar yaratacaktır. Söz konusu durumu bir benzetmeyle ifade etmek gerekirse, piyasa, gidonunda yük taşınması zorunlu bir bisiklete benzetilebilir. Bisikletin kontrolünü sağlayan bu parçanın sağ ve sol taraflarına bağlanan yüklerin olabildiğince dengeli dağıtılması şarttır. Yükün tamamen eşit paylaşılması gerekmez. Ancak, bir tarafa ölçüsüz şekilde ağırlık yüklenmesi kontrol kaybına yol açar ve kontrol kaybının giderilemediği durumlarda düşme sonucuyla birlikte diğer tarafın yanı sıra lehine tercihte bulunulan kısım da zarar görür. Böyle bir durumda, bisiklet, yani metaforik olarak temsil ettiği piyasa ve onu kontrol eden devlet de bu süreçten olumsuz etkilenecektir.

Türk hukukunda sermaye piyasasında yatırımcının korunması ilkesi tartışmasız şekilde kabul görmekle birlikte, ihraççıların da bezdirilmemeleri gerektiği ve taraflar arasındaki menfaat dengesinin sağlıklı kurulması ihtiyacı geçmişte de ifade olunmuştur<sup>210</sup>. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma zorunluluklarında kapsam, yöntem ve yaptırım tercihlerinde aşırıya kaçılmamalıdır. Sermaye piyasası sisteminde belirli yüklerin taşınmak zorunda olduğu düşünüldüğünde, bu yüklerin taraflar arasında olabildiğince dengeli ve sağlıklı paylaşımının piyasa fonksiyonlarının korunabilmesi için taşıdığı önem göz önünde bulundurulmalıdır.

Son olarak vurgulamak gerekir ki, kamuyu aydınlatmanın sürekli olarak gelişen bir ilke olması, bu ilkenin amacının ve kapsamının durağan olmamasına yol açmaktadır. Sermaye piyasalarının her geçen gün yeni araç ve yöntemlere kavuşmasının da kamuyu aydınlatmanın amaçlarına ve kapsamına etki etmesi kaçınılmazdır. Dolayısıyla burada belirtilenlerin zaman içerisinde değişikliklere açık “yaşayan” hususlar olduklarını unutmamak gerekir.

---

<sup>209</sup> Burn, s. 146.

<sup>210</sup> Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 8; Aytaç, Z.: Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler, AÜSBFD 1985, C. 40, S. 1, s. 234.



## VII- KAMUYU AYDINLATMANIN SINIFLANDIRILMASI

### 1- Şekli-Maddi Kamuyu Aydınlatma

Kamuyu aydınlatmanın taşıdığı anlama göre yapılan ayırmada şekli kamuyu aydınlatma ve maddi kamuyu aydınlatma kavramları karşımıza çıkar. Söz konusu ayırım, bilginin niteliğine göre kamuyu aydınlatmanın sınıflandırılması olarak da adlandırılmaktadır<sup>211</sup>.

*Şekli kamuyu aydınlatma*, ilgililerin bilgiyle buluşturulmasına ilişkin olup bilginin yayınlanması, bildirilmesi, ilân edilmesi ve tescili süreçlerini bir başka deyişle bilginin muhataplara aktarılması için izlenmesi gereken prosedürleri ve uygulanması gereken yöntemleri ifade eder<sup>212</sup>. Bu çerçevede bilginin açıklanma biçimi ve muhatapların bunlardan ne şekilde haberdar olacakları ile ilgilidir<sup>213</sup>. Bilgi aktarımını sağlayan vasıtalar ise geleneksel bilgi yayma araçları ile giderek yaygınlaşan elektronik olanaklardır. Hukuk düzenimizde kullanılan araçlar, ticaret sicili sistemi içerisinde yer alan ilân prosedürü ile Kamuyu Aydınlatma Platformu ve şirketlerin internet siteleri üzerine kurulu elektronik bilgi yayma kanallarıdır.

*Maddi kamuyu aydınlatma* ise açıklanan hususların özleri ile ilgilidir. Bu bağlamda, bilginin belirli nitelikleri taşımasını ifade eder. Bilgilerin açık, yeterli, doğru, güvenilir gibi niteliklere sahip olması kamuyu aydınlatmanın maddi yönünü oluşturmaktadır<sup>214</sup>. Maddi kamuyu aydınlatmanın gereği gibi sağlanması belirli kural, standart ve ilkeler aracılığıyla gerçekleşir. TTK ve SerPK ile öngörülenlerin yanı sıra yetkili düzenleyici otoritelerin hazırlayıp yürürlüğe koyduğu esaslar çerçevesinde kamuyu aydınlatma konusu bilginin belirli özelliklere sahip olması sağlanır. Kamuyu aydınlatma belgelerinin yukarıda belirtilen SPK düzenlemelerine uygun içerik ve formatlarda olması ile KGK tarafından yürürlüğe konulan Türkiye Muhasebe Standartları ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları bu açıdan özel bir yere sahiptir. Bilginin belirli standartlara bağlanması bilgiye karşılaştırılabilir nitelik vermesi bilginin

<sup>211</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 62. *Yanlı* ise bu ayrımı “bilginin niteliği ve açıklanıp açıklanmaması açısından yapılan ayırım” olarak ifade etmiştir (**Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 106).

<sup>212</sup> **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 151; **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 106; **İhtiyar**, s. 119, 120; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 110; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 10; **Duman, H.:** Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan 2011, s. 112.

<sup>213</sup> **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 10.

<sup>214</sup> **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 52; **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 107, 108; **İhtiyar**, s. 120; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 110; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 10; **Duman**, s. 112.

kullanıcılar tarafından değerlendirilebilirliği açısından önemlidir. Aynı standartlara göre ele alınmış veriler ise karşılaştırma yapma olanağı sunar.

Kamuyu aydınlatma konusu bilgilerin niteliklerine bakıldığında, ilgili düzenlemeler belirleyici olmaktadır. Ancak, genel bir değerlendirme yapmak gerekirse, tam (eksiksiz), anlaşılabilir, objektif (tarafsız), açık, doğru, zamanında erişilebilir, düşük maliyetle ve kolaylıkla ulaşılabilir, dürüstçe oluşturulmuş, adil, güvenilir olma kamuyu aydınlatma konusu bilginin sahip olması arzu edilen nitelikleridir. Bilginin kendisinin bu özelliklere sahip olmasının yanında aktarım şekli de istenilen özelliklere uygun olmalıdır. Dolayısıyla hem maddi kamuyu aydınlatma hem de şekli kamuyu aydınlatma ayrı ayrı önemi haizdir. Bu şekilde bilginin oluşturulma ve açıklama süreçlerinde standartlara uygunluk ile yüksek kalitede bilgi sağlanır. Kamuyu aydınlatma konusu bilginin üzerinde özel olarak durulmasında fayda olan bir özelliği de *önemlilik/esaslılık (die wesentlichkeit, materiality)* niteliğidir<sup>215</sup>. “Önemlilik” kavramı, asgari düzeyde açıklamanın sınırını belirlemek adına kullanılan bir kavram olmuştur. Önemli bilgi, eksikliği ya da yanlış veya yanıltıcı açıklanması ortalama nitelikteki yatırımcı tarafından alınan ekonomik kararları etkileyebilecek nitelikte bilgi olarak da ifade edilmektedir<sup>216</sup>. Konumuz açısından bakıldığında, bilginin yukarıda belirtilen özelliklere sahip olup olmadığı değerlendirme konusu yapılır. Yalnız, bilginin sorumluluk doğurabilmesi için her şeyden önce “önemli”, başka deyişle “esaslı” olması gerektiği de unutulmamalıdır<sup>217</sup>.

Kamuyu aydınlatmanın bu ayrımının taraflarını oluşturan maddi kamuyu aydınlatma ve şekli kamuyu aydınlatma, kamuyu aydınlatmanın amaçladığı hususlara ulaşabilmesi için birbirini tamamlamaktadır. Şeklen gerçekleşen bir kamuyu aydınlatmanın etkinliğinin sağlanmasının yolunun maddi kamuyu aydınlatma esaslarından geçtiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Açıklanan şekilde aydınlatmanın yapılışı ve içeriği objektifleştirilmiş esaslara bağlanarak hem uyulması gereken esaslar

---

<sup>215</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-a-“Bilginin ‘Önemli’ Nitelikte Olması Ön Koşulu”.

<sup>216</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Hellgardt**, s. 92; **Assmann, H. D./Schlitt, M./Kopp-Colomb, W.**: WpPG/VermAnlG Kommentar, 3. Auflage, Köln 2017, s. 620-622; **Grunewald, B./Schlitt, M.**: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, München 2014, s. 236; **Kulms, R.**: Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung (Hrsg. Hopt, K. J./Voigt, H. C.), Tübingen 2005, s. 1111.

Bu konuda Türk hukukunda yapılan değerlendirmeler için bkz. **Paslı**, Kurumsal Yönetim, s. 250; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 40; **Kütükçü, D.**: Çağdaş Bir Finans Hukuku, C. 1, Ankara 2010, s. 165; **Duman**, s. 111; **Rüzgâr**, s. 858; **Meral, N.**: Türk ve ABD Hukukunda Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumlulukta Zararın Doğduğu An, Ankara Hacı Bayram Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2019, C. 23, S. 2, s. 127.

<sup>217</sup> **Assmann**, WpPG, s. 620-622; **Grunewald/Schlitt**, s. 236; **Fox**, Mandatory Disclosure, s. 241. Ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-a-“Bilginin ‘Önemli’ Nitelikte Olması Ön Koşulu”.

belirlenmiş hem de uygulayıcılara yol gösterilmiş olunmaktadır. Bu durum da kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun şartlarının mevcut olup olmadığına ilişkin olarak değerlendirme yapılmasını sağlayan veriler sunmaktadır.

## 2- Birinci El-İkinci El Piyasada Kamuyu Aydınlatma

Bilindiği üzere, sermaye piyasası kendi içinde birinci el piyasa (*primary market*, *primärmarkt*) ve ikinci el piyasa (*secondary market*, *sekundärmarkt*) ayrımına tabi tutulmaktadır<sup>218</sup>. Kamuyu aydınlatma da gerçekleştirildiği piyasaya göre ayrıma tabi tutulmaktadır.

Sermaye piyasasına aktarılan finansal kaynakların tahsisi fonksiyonunu yalnızca birinci el piyasa gerçekleştirir<sup>219</sup>. Birinci el piyasa (birincil piyasa), sermaye piyasası araçlarının halka arzlı ya da halka arzsız şekilde ihracını ifade etmektedir. *Birinci el piyasada kamuyu aydınlatma* ise ihraç sürecindeki zorunlu bilgi paylaşımını ifade eder. Diğer taraftan birinci el piyasanın kendi içindeki ayrımları da gözden uzak tutulmamalıdır. İhracın halka arzlı ya da halka arzsız ihraç oluşu kamuyu aydınlatma zorunluluğunun yoğunluğuna etki eder. Halka arzlarda alıcı kitlesinin sınırlı olmaması ve bu kişilerin şirket hakkındaki bilgilere ulaşımının daha güç olması, halka arzlı ihraçlarda kamuyu aydınlatmanın kapsamının genişlemesine ve daha sıkı kurallara bağlanmasına yol açar. Halka arzsız ihraçlarda da yine bilgi verme yükümlülüğü mevcut olmakla birlikte, taraflar arası ilişkinin niteliğinden kaynaklı olarak halka arzlara göre daha hafif görülebilir.

İkinci el piyasa (ikincil piyasa) ise daha önce ihraç edilmiş olan araçların el değiştirdiği piyasayı ifade eder. Şu hâlde, sermaye piyasası araçlarının yatırımcı tarafından ihraççıdan satın alındığı ilk işlem birinci el piyasa işlemlerini; sonrasında yatırımcılar arası alım satımına konu olması ikinci el piyasa işlemlerini oluşturur<sup>220</sup>.

Sermaye piyasası faaliyetlerinin nicelik açısından ikinci el piyasalarda yoğunlaştığı söylenebilir<sup>221</sup>. Esas itibarıyla birinci el piyasanın kapsamına girmeyen

---

<sup>218</sup> İki piyasa arasındaki temel farklılıklar için bkz. **Richter**, s. 10-12.

Bu iki piyasaya ek olarak, borsaya kayıtlı payların işlem gördüğü tezgah üstü piyasayı “üçüncül piyasa”; aracı kurumların tamamen ortadan kaldırılıp yatırımcılar arasında doğrudan alım-satımın yapıldığı piyasayı ise “dördüncül piyasa” olarak adlandıranlar da vardır (**Yasin**, s. 35; **Taner, B./Akkaya, C.:** Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, 3. Baskı, Ankara 2016, s. 42, 43).

<sup>219</sup> **Richter**, s. 11.

<sup>220</sup> **Richter**, s. 10.

<sup>221</sup> **Yalçiner, B.:** Tezgah Üstü Hisse Senedi Piyasaları (ABD ve Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi), Ankara 1996, s. 3.

bütün kamuyu aydınlatma faaliyetleri ikinci el piyasada kamuyu aydınlatmaya dahildir. İkinci el piyasa, ihraççı şirkete fon<sup>222</sup> temini sağlamaz. Daha önceden ihraç edilen araçların alım-satımına konu edildiği ve bu araçlar için bir piyasa fiyatının oluşmasını sağlayan alandır. Ancak ikinci el piyasanın sağlıklı işlemesi birinci el piyasayı da olumlu etkiler<sup>223</sup>. Özellikle şirket paylarının ikinci el piyasada değer artışı, şirket değerini pozitif etkileyerek yine ihraççıya yarar sağlar. İhraççının sermaye piyasası araçlarının ikinci el piyasada ilgi görmesi şirketin kredibilitesi ve ticari itibarı açılarından da dolaylı da olsa pozitif etki doğurur. Bunlarla birlikte, ikinci el piyasanın derinlik kazanması ve tedavülün artışı ile bu durumun beraberinde getireceği likidite artışı şirketleri daha fazla birinci el piyasa işlemi yapmaya iter. İkinci el piyasanın bu şekilde “tetikleyici”<sup>224</sup> ve birinci el piyasaya fon sağlama işlevine<sup>225</sup> sahip olduğu ifade edilmektedir.

Birinci ve ikinci el piyasa arasındaki farklılıklar her iki piyasadaki kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluğa da etki eder. Sorumluluğun şartları ve hukuki sonuçları her iki piyasanın kendine özgü nitelikleri dolayısıyla belirli farklılıkları beraberinde getirecektir.

### 3- Zorunlu-İhtiyari Kamuyu Aydınlatma

Kamuyu aydınlatmayı gerçekleştiren kişilerin bu faaliyetinin ilgili düzenlemelerden kaynaklı bir zorunluluktan dolayı mı yoksa kendi istekleriyle mi gerçekleştirdikleri esas alınarak yapılan ayırım bizi zorunlu kamuyu aydınlatma (*mandatory disclosure*)–gönüllü (ihtiyari) kamuyu aydınlatma (*voluntary disclosure*) ayırımına götürmektedir. Bu ayırım, bilginin sunulma süreci açısından yapılan tasnifin sonucu olarak da görülmektedir<sup>226</sup>.

Zorunlu kamuyu aydınlatmanın yasal zemininin oluşturulup düzenleyici ve denetleyici otorite tarafından gözetiminin gerekli olması, şirketlerin bu konuda genel olarak isteksiz olmalarından kaynaklanmaktadır. Bilgilerin paylaşılmasının şirkete doğurduğu maliyetler, şeffaf yönetim anlayışının doğurduğu hesap verilebilirliğin tercih

---

<sup>222</sup> Fon; “belirli bir amaca özgülenmiş malvarlığı”, “belirli bir iş için gerektiğinde harcanmak üzere ayrılıp işletilen para, kaynak” olarak tanımlanmaktadır (Memiş/Turan, s. 38, dpn. 55; Türk Dil Kurumu Sözlüğü, www.tdk.gov.tr).

<sup>223</sup> Richter, s. 11.

<sup>224</sup> Memiş/Turan, s. 50.

<sup>225</sup> Richter, s. 11, 12; Yalçın, s. 3, 4; Yanlı, V.: Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesine Bilgiye Dayalı Manipülasyon Suçları, Batider 2004, C. 22, S. 4, s. 23. İkinci el piyasanın diğer fonksiyonları için bkz. Münyas, T.: Sermaye Piyasası Araçları, İstanbul 2017, s. 19.

<sup>226</sup> Çelik, Şirket Demokrasisi, s. 64. Ayrıntılı bilgi için bkz. Ertugay, E.: Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuyu Aydınlatma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2006.

edilmemesi ve rakiplerin de bu şekilde şirket hakkında bilgilere ulaşmasının istenmemesi en başta gelen nedenlerdir. Bunlarla birlikte, ticaret hayatında zaman zaman işlerin kötü gitmesi olağandır ve bu zamanlarda yöneticiler itibarlarını koruma güdüsüyle bilginin saklanması meyllidirler. Zaten kamuyu aydınlatmanın belirli hâllerde zorunlu kılınmasının altında yatan varsayım da bu zorunluluğun öngörülmemesi hâlinde piyasadaki bilgilendirmenin yetersiz şekilde yapılacağıdır<sup>227</sup>.

Kamuyu aydınlatma normları tamamıyla olmasa da büyük ölçüde uygulanması zorunlu ve emredici nitelikte kurallardan oluşmaktadır. Şirket sözleşmesi ya da şirketin herhangi bir organının kararıyla şirketin bu zorunluluğa tabi olmadığını ya da sınırlı şekilde tabi olduğunu kararlaştırabilmek mümkün değildir. Yukarıda da açıklandığı gibi zorunlu kamuyu aydınlatmanın yasal çerçevesi SerPK’da düzenlenmiştir. Bu alanda düzenleme yapma yetkisi olan kuruluş ise SPK’dır (SerPK m. 128/1.b)

Kamuyu aydınlatma zorunluluklarına tabi bir şirketin açıklaması ihtiyari olan hususlar ve kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi olmayan bir şirketin kamuya sunduğu bilgiler gönüllü kamuyu aydınlatma çerçevesinde değerlendirilebilir. Anılan hâllerde şirketin menfaat sahiplerinin kamuyu aydınlatma hükümleri çerçevesinde aydınlatılması tercih edilmektedir.

Gönüllü kamuyu aydınlatma, en yalın ifadeyle, şirketlerin faaliyetlerine ilişkin finansal ve finansal olmayan bilgilerin yasal bir zorunluluk olmamasına rağmen kamuya açıklamasını ifade eder<sup>228</sup>. Gönüllü kamuyu aydınlatmanın bir maliyeti olsa da, şirketlere ve yöneticilerine belirli yararları beraberinde getirir. Şirketin yatırımcı ilişkilerinin gelişmesi ve kredi değerliliğinin artması bunların başında gelmektedir<sup>229</sup>. Bilginin şirketin sermaye piyasası araç fiyatlarına yansıtacağı varsayımı, şirket değerinin yanlış belirlenmesi olasılığını azaltacak; yatırım kararlarının etkinliğini artıracaktır. Bu şekilde şirketin sermaye maliyetlerinin düşürülmesi mümkün olacaktır. Bunların yanı sıra, gereği gibi gerçekleşmeyen kamuyu aydınlatmadan doğacak yasal sorumluluğu azaltıcı şekilde etki doğuran bilgi sağlaması da gönüllü kamuyu aydınlatmanın bir diğer önemli işlevi olarak görülebilir<sup>230</sup>. Gönüllü kamuyu aydınlatma şirket bakımından alınacak kararların daha isabetli olabilmesine de katkı sağlamaktadır<sup>231</sup>.

---

<sup>227</sup> **Enriques/Gilotta**, s. 512.

<sup>228</sup> **Çelik, O.:** Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuya Açıklama, Muhasebe ve Denetime Bakış, Şubat 2002, s. 77.

<sup>229</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 75, 76.

<sup>230</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 75, 76.

<sup>231</sup> **Çelik**, Gönüllü Kamuya Açıklama, s. 76.

Gönüllü kamuyu aydınlatmanın genel ekonomi ölçeğinde en önemli faydasının ise etkin ve likit bir sermaye piyasası oluşumuna ve teknolojik gelişime katkısı ile yatırımları artırıcı etkisi çerçevesinde kaynakların etkin dağılımına yarar sağlaması olduğu ifade edilmektedir<sup>232</sup>. Kaynakların etkin dağılımı da toplumsal faydanın maksimizasyonu açısından önem taşımaktadır<sup>233</sup>. Keza şirketlerin zorunlu açıklamalara ek olarak gönüllü şekilde kamuyu aydınlatma seviyelerini artırmasının belirsizliği azaltıcı etkileri dolayısıyla sistemik riskleri<sup>234</sup> azalttığı bu alanda yapılan çalışmalar ile ortaya konulmuştur<sup>235</sup>.

Gönüllü kamuyu aydınlatmada, şirketin geleceğe ilişkin plan ve stratejileri, vizyonu, yatırım politikaları, rekabet durumu gibi konularda da bilgi sunulması söz konusu olur. Aydınlatmanın optimum düzeyi ise şirketten şirkete ve sektörden sektöre farklılaşmaktadır<sup>236</sup>. Önem taşıyan husus, gönüllü kamuyu aydınlatmada verilecek bilgilerin zorunlu kamuyu aydınlatmadaki bilginin niteliklerini taşıması gerektiğidir<sup>237</sup>. Aydınlatmanın zorunlu olmadığından bahisle şirketlerin tamamen diledikleri gibi hareket edebilmeleri mümkün değildir. Bu konuda hukukumuzda açık bir düzenleme mevcut bulunmasa da, zorunlu kamuyu aydınlatma kuralları gönüllü kamuyu aydınlatmanın yapılışında niteliğine uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulama alanı bulmalıdır. Dolayısıyla bu durum gönüllü kamuyu aydınlatmadan doğacak hukuki sorumlulukta da dikkate alınmalıdır<sup>238</sup>.

#### 4- İhraçta-Sürekli Kamuyu Aydınlatma

Kamuyu aydınlatma gerekliliğinin doğuş zamanı, bir başka deyişle bilginin sunulma zamanı esas alınarak yapılan bir ayırım çerçevesinde “ihraçta kamuyu aydınlatma” ve “sürekli (dönemsel) kamuyu aydınlatma” şeklinde bir tasnif yapılabilir.

<sup>232</sup> Çelik, Şirket Demokrasisi, s. 74, 75.

<sup>233</sup> Bayazıtlı, E./Çelik, O./Gürdal, K.: Genel Muhasebe, 2. Baskı, Ankara 2016, s. 75.

<sup>234</sup> Sistemik risk kavramı, “Finansal Piyasalarda Manipülasyon ve Yanıltıcı İşlemler Hakkında Yönetmelik”te tanımlanmıştır (RG. 07.05.2020, S. 31120). Bu tanıma göre sistemik risk, “*Finansal sistemin büyük bir bölümünde ya da tamamında ortaya çıkan sorunların, piyasalar ve/veya reel ekonomi üzerinde önemli olumsuz sonuçlar yaratacak ölçüde finansal hizmetleri kesintiye uğratması riskini*” ifade eder (m. 3/1.f).

<sup>235</sup> Ertugay, E./Gülençer, İ./Tünel, R. K.: Gönüllü Kamuyu Aydınlatmanın Sistemik Risk Üzerindeki Etkisi, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi 2016, C. 18, Özel Sayı-1, s. 201 vd.

<sup>236</sup> Çelik, Gönüllü Kamuya Açıklama, s. 82.

<sup>237</sup> Rüzgâr, E.: Sermaye Piyasası Kanunu Uyarınca Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, s. 851.

<sup>238</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-1-“Fiil”.

Kamuyu aydınlatmanın gerçekleştirildiği piyasaya göre yapılan ayrımla da sıkı ilişkide olan bu ayrıma göre, bir anonim şirketin sermaye piyasası aracı ihraç etmesi dolayısıyla yapılan kamuyu aydınlatma ile ilke kapsamındaki bir şirketin sürekli olarak kamuyu aydınlatması yükümlülüğünün doğması şeklinde bir tasnif söz konusudur.

İhraç dolayısıyla kamuyu aydınlatma yukarıda açıklanan birinci el piyasada kamuyu aydınlatmadır. Bu zorunluluk sermaye piyasası aracının halka arzlı yahut halka arzsız ihracına bağlı olarak farklı derecelerde kendini gösterir.

Sürekli kamuyu aydınlatma da kendi içinde periyodik (*periodic*) ve belirli bir konuya bağlı (*episodic*) aydınlatma şeklinde ayrıma tabi tutulmaktadır<sup>239</sup>:

*Periyodik kamuyu aydınlatma*, ihraççı hakkında piyasaya sürekli bilgi sunulması faaliyeti olarak tanımlanabilir<sup>240</sup>. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi şirketlerin piyasaya sürekli olarak bilgi sunması şeffaflıkla sıkı ilişki içerisindedir. Aydınlatma şeffaflığı, şeffaflık ise aydınlatmanın niteliğini kuvvetlendirici rol oynar. Periyodik kamuyu aydınlatma da aynı şekilde 79/279/EEC sayılı Menkul Kıymetlerin Kayda Alınması Direktifi ile oluşan bir anlayışın ürünüdür. Daha sonra yürürlüğe konulan 82/121/EEC sayılı Ara Dönem Finansal Raporlarına İlişkin Direktif<sup>241</sup> de bir anlamda bu Direktif'in tamamlayıcısı olmuştur. Finansal raporlar vasıtasıyla bilgi sunulması, periyodik kamuyu aydınlatmanın tipik örneğini oluşturur.

*Konuya bağlı kamuyu aydınlatma* ise kanun koyucunun ve idari otoritelerin açıklanmasını öngördüğü belirli durumların söz konusu olması hâlinde ortaya çıkan kamuyu aydınlatmadır. Örneğin, özel durum açıklaması yahut borsada işlem görme duyurusu gibi belgeler de sürekli kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün bir sonucu olmakla birlikte, periyodik olarak değil bu belgelerin düzenlenmesini gerektiren hâllerin söz konusu olması hâlinde düzenlenir.

Kamuyu aydınlatmanın yukarıdaki çerçevede değişik açılardan sınıflandırılması sadece bu ilkenin anlaşılması açısından değil, kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluk açısından da önem taşır. Özetleyecek olursak, ilk ayrım çerçevesinde maddi kamuyu aydınlatma ile getirilen standartların sorumluluğun şartlarının gerçekleşip gerçekleşmediğindeki belirleyici etkisi ile şekli kamuyu aydınlatmanın bilginin

---

<sup>239</sup> **Davies, P.:** Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections, Journal of Corporate Law Studies 2009, Vol. 9, October, s. 296.

<sup>240</sup> **Brinckmann,** Periodic Disclosure, s. 312.

<sup>241</sup> "Council Directive 82/121/EEC of 15 February 1982 on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official stock-exchange listing" (OJ. 20.02.1982, L. 48, p. 26-29).

aktarımından kaynaklı sorumlulukla ilişkisi önem taşımaktadır. Diğer ayrımlar açısından ise kamuyu aydınlatmanın gerçekleştiği piyasaya göre yapılan sınıflandırma, sorumluluğu her iki piyasanın özgün koşullarına paralel şekilde farklılaştırması açısından sonuç doğurur. Zorunlu-gönüllü kamuyu aydınlatma ayrımında ise gönüllü kamuyu aydınlatma dolayısıyla da zorunlu kamuyu aydınlatmada olduğu gibi hukuki sorumluluğun doğabileceği unutulmamalı ve nihayet son sınıflandırma da gerekliliğin doğru şekli açısından esas alınmalıdır.

## VIII- KAMUYU AYDINLATMANIN MUHATAPLARI

Kamuyu aydınlatmanın muhatapları denildiğinde, akla ilk olarak anonim şirketin menfaat sahipleri gelmektedir. Şirketin menfaat sahipleri; şirket pay sahipleri başta olmak üzere, yatırımcıları, çalışanları, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, devleti, ilgili sivil toplum kuruluşlarını ve şirkete yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcıları kapsamına almaktadır<sup>242</sup>. Bu kişiler, şirket faaliyetlerini *etkileyen* kişiler ile şirket faaliyetlerinden *etkilenen* kişiler bütünüdür. Menfaat sahiplerinin tamamının çıkarlarının aynı yönlü olmayışı bu kişilerin birbirleriyle ve şirketle olan ilişkilerinin adil ve ticaret hayatının gereklerine uygun şekilde düzenlenmesini önemli kılmaktadır.

Şirketin kamuyu aydınlatma çerçevesinde sunduğu bilgilerden yararlanan kesim işletme biliminde “finansal bilgi kullanıcıları” şeklinde de adlandırılmaktadır<sup>243</sup>. Hedef kitle konusunda bu türden kişilerle paralellik mevcut olmakla birlikte<sup>244</sup>, kamuyu aydınlatma ilkesinin zaman içerisindeki genişlemesi, belgelerin çeşitliliği ve teknolojik olanaklarla ulaşılabilirliğinin artması karşısında finansal bilgi yahut mali tablo kullanıcılarının geleneksel anlamıyla eş anlamlı olarak düşünülmemelidir. Şirketin mevcut ve potansiyel alacaklıları ile çalışanlarının dahi kamuyu aydınlatma belgelerinden yararlanabilecek konumda olması da bunu doğrulamaktadır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde, muhatabı tam olarak belli ve sınırlı olmayan bir kitleye bilgi verilmesi söz konusu olduğundan<sup>245</sup> ilgili çevresi de oldukça geniştir. Bu kişiler arasında akla ilk olarak *şirket içi kişiler* olarak görülebilecek pay

---

<sup>242</sup> **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 12, 24-36; **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 95; **Kaya**, s. 20; **Çelik**, Bağımsız Denetim, s. 27; **Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat)**, s. 199, 200; **Bayazıtlı/Çelik/Gürdal**, s. 37-40; **Sayılğan**, s. 145, 146.

<sup>243</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 41. Muhasebe ve finans literatüründe ise daha dar anlamda “mali/finansal tablo kullanıcıları” terimi kullanılmaktadır (**Bayazıtlı/Çelik/Gürdal**, s. 37; **Akdoğan/Tenker**, s. 32, 33; **Sayılğan**, s. 145).

<sup>244</sup> **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 102.

<sup>245</sup> **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 97; **Kaya**, s. 30.



sahipleri, pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını ellerinde tutan yatırımcılar ve şirket çalışanları gelmektedir. Ancak, kamuyu aydınlatma sadece şirket içi ilgililere yönelik değildir. Mevcut yatırımcıların yanı sıra potansiyel bir başka deyişle şirketin ileride sermaye piyasası araçlarını almayı düşünen hatta şu an için zihninde öyle bir fikir olmasa da gelecekte alma ihtimali bulunan muhtemel yatırımcılar, şirketin mevcut ve potansiyel alacaklıları ile devlet de *şirket dışı kişiler* olarak kamuyu aydınlatma belgelerinin muhatabı konumundadır<sup>246</sup>. Dolayısıyla ilkenin terminolojisindeki hedef kitleyi oluşturan bütün katılanlarıyla “kamu” muhatap olarak görülmeye elverişlidir.

Yeri gelmişken belirtelim ki, inceleme konumuzu oluşturan kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk, bu kişiler arasında yatırımcıların zararlarının tazminini konu almaktadır<sup>247</sup>. Diğer muhatapların kendileri ile ilgili kararları alırken kamuyu aydınlatma belgelerindeki açıklamalardan yararlanması inceleme alanımızın dışındadır. Devletin şirketlerin vergi yükümlülüklerini belirlerken, alacaklıların sözleşme ilişkisi kurarken yahut şirket çalışanlarının hizmet sözleşmelerini yaparken kamuyu aydınlatma belgelerinden şirket hakkında bilgi edinmesi bu türden durumlara örnek olarak gösterilebilir.

## **1- Yatırımcılar**

### **A- Mevcut Yatırımcılar**

#### **a- Pay Sahipleri**

Pay sahipleri kamuyu aydınlatmanın muhataplarının en başında gelmektedir<sup>248</sup>. Anonim şirketlerde özden organ ilkesi geçerli olmadığından genellikle yabancı bir malvarlığının işletilmesi söz konusu olur. Bu da pay sahipleri açısından sadakat ve güven sorunları ile çıkar çatışmalarını beraberinde getirir<sup>249</sup>. Anonim şirketlerde en büyük ve etkisi en fazla olan çıkar çatışmaları pay sahipleri ile şirket adına işlem yapma yetkisine sahip yöneticiler arasında yaşandığından<sup>250</sup> kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatapları içinde pay sahipleri öne çıkar.

---

<sup>246</sup> **Tekinalp, Ü.:** Anonim Ortaklıklar Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi ve Günümüzün Bazı Tartışmaları, İktisat ve Maliye Dergisi 1965, C. 11, S. 1, s. 21-22; **Tekinalp,** Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 12, 14; **Tekinalp,** Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı, s. 15, 16; **Kaya,** s. 20; **Pash,** Kurumsal Yönetim, s. 248; **Çelik,** Gönüllü Kamuya Açıklama, s. 78; **Üçışık,** s. 13, dpn. 30; **Rüzgâr,** s. 852-856.

<sup>247</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-II-“Dava Açabilecek Kişiler”.

<sup>248</sup> **Tekinalp,** Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 31.

<sup>249</sup> **Çelik,** Şirket Demokrasisi, s. 5.

<sup>250</sup> **Çelik,** Şirket Demokrasisi, s. 6.

Yatırımcılar ama özellikle de şirkette ortaklık hakkına sahip olan pay sahipleri şirkette ne olup bittiğinden habersiz kalmamalıdır. Pay sahiplerinin şirket hakkındaki bilgilere ulaşabilmesi, oy hakkı başta olmak üzere ortaklık haklarının sağlıklı kullanımı açısından gereklidir. Ayrıca, anonim şirketlerde pay sahiplerinin şirket yöneticilerini denetleme hakları ve imkânları son derece sınırlıdır. Özellikle de ortak sayısının fazla olduğu şirketlerde pay sahipleri bu olanaktan yoksundur. Bu durumun yaratacağı muhtemel sorunların önüne geçilmesinde ve zarar söz konusu olduğunda tazminin sağlanmasında kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümler büyük öneme sahiptir.

Bunlarla birlikte, anonim şirketlerin karakteristik vasıflarından biri olan payın devrinin ve ortaklık sıfatının geçişinin kolaylığı da pay sahiplerinin aydınlatılması gerekliliğini önemli kılan hususlardan bir diğeridir. Pay sahibi şirkete yatırım kararını her an gözden geçirmekte olduğundan payını bir başkasına devredip devretmeyeceği ya da daha fazla pay iktisap edip etmeyeceğine yönelik yatırım kararını bilgilendirilmiş şekilde verme imkânına kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sunulan bilgiler aracılığıyla sahip olur. Ayrıca, pay sahiplerinin gereği gibi aydınlatılması, şirkette değişik amaçlarla pay sahibi olarak bulunabilen yatırımcıların<sup>251</sup> kısa vadeci olmamaları<sup>252</sup> ve şirkete olan sadakatlerini artırma üzerinde pozitif etki eder.

Hemen belirtelim ki, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı (TTK m. 437) ile kamuyu aydınlatma ilişkisi aşağıda incelenecek olmakla birlikte<sup>253</sup>, bu hakkın pay sahiplerini kamuyu aydınlatmanın muhatapları arasından çıkartmadığını şimdiden belirtmekte yarar vardır. Pay sahipleri bir taraftan TTK m. 437’de öngörülen bilgi alma ve inceleme hakkına sahipken diğer taraftan kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde özel talep ve gayretlerine bağlı olmaksızın sürekli olarak sunulan kamuya sunulan bilgilerden faydalanarak yatırım kararlarını alır.

## **b- Pay Dışındaki Sermaye Piyasası Araçlarının Sahipleri**

Sermaye piyasası yatırımcıları şirketin mevcut pay sahiplerinden ibaret değildir<sup>254</sup>. Borçlanma araçları başta olmak üzere pay dışındaki menkul kıymetler ile

---

<sup>251</sup> Yatırımcı pay sahipleri-işletmeci pay sahibi ayrımı için bkz. **Şehirali Çelik, F. H.:** Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara 2008, s. 20 vd.

<sup>252</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Yatağan Özkan, Ç.:** Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Anlayışındaki Değişimler ve Kısa Vadecilik Akımına Bir Çözüm Önerisi Olarak Sadakat Payları, Batider 2016, C. 32, S. 3, s. 155-189.

<sup>253</sup> Bkz. Birinci Bölüm-X-2-“Pay Sahiplerinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı”.

<sup>254</sup> Sermaye piyasasında yatırımın konusunu oluşturan “sermaye piyasası araçları” hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp,** Sermaye Piyasası Hukuku, s. 12-20; **Aytaç,** Sermaye Piyasası Hukuku, s. 39-64; **Paslı,**

diğer sermaye piyasası araçlarının sahipleri de kamuyu aydınlatma çerçevesinde sunulan bilgilerden yararlanır.

Sermaye piyasası yatırımcıları, ihraca katılmaları yönünden “katılımcı”; ikinci el piyasada alım-satım faaliyetlerinde bulunmaları dolayısıyla “piyasa oyuncusu” ve finansal aracı kuruluşlara karşı olan sıfatları sebebiyle “müşteri” olarak nitelendirilmektedir<sup>255</sup>. Yatırımcıların bütün sıfatları açısından geçerli kabul edilebilecek bir husus, bu kişilerin karar alırken bilgiye ihtiyaç duyduklarıdır. Bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararı alınmasının yolu da kamuyu aydınlatmadan geçer. Sürekli olarak elde edilen bilgi, bu kişilerin yatırımlarının gidişatını takip etmelerine ve geleceğe yönelik kararlarına hizmet eder.

Şirketin yatırımcılar ile olan ilişkileri, hukukun yanı sıra pazarlama, finans ve nihayet iletişim disiplinlerini de ilgilendirmektedir. Kurumsal bilgilerin yatırımcılara iletilmesi “yatırımcı ilişkileri”ni karşımıza çıkarır<sup>256</sup>. Bu ilişki bütün katılımcıların bu alandaki ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik olarak belirtilen disiplinler çerçevesinde hareket eder. İhtiyaçların merkezinde ise bilgi aktarımı bulunmaktadır. Bu bağlamda, belirli niteliklere sahip bilginin etkin kanallarla yatırımcılara sunulması bu alanın en temel ihtiyacının karşılanmasına hizmet eder. Yatırımcı ilişkilerinin kalitesi ile sermaye piyasasının en temel problemlerinden olan asimetrik bilginin düzeyi arasında negatif bir ilişkinin varlığı bilimsel çalışmalarla da ortaya konulmuştur<sup>257</sup>.

## **B- Potansiyel Yatırımcılar**

Sermaye piyasası yatırımcısının beklentisi, mümkün olan minimum risk ile maksimum getiriye sağlamaktır<sup>258</sup>. Ancak, bu piyasa, çok geniş bir yatırımcı kitlesine hitap eder. Bu yelpaze içerisinde risk almaya yatkın ve yüksek getiri hedefleyenler olduğu

---

**A.:** Türk Hukukunda “Menkul Kıymet” Kavramı, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. II, İstanbul 2007, s. 1513-1579; **Yıldız Destanoğlu, B.:** Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004, s. 64-74; **Bozer, A./Göle, C.:** Kıymetli Evrak Hukuku, 9. Bası, s. 515-522; **Turanboy, A.:** 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul 2019, s. 1285-1291; **Aydoğan, G.:** Yeni Düzenlemeler Işığında Sermaye Piyasası Araçları, Eurasian Business & Economics Journal, October 2016, Vol. S2, s. 177-192; **Adıgüzel, B.:** 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2017/1, C. 3, s. 1-8; **Aydoğan, G.:** Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhraç Kararları, Batider 2017, C. 33, S. 4, s. 231-268.

<sup>255</sup> Yatırımcı kavramının işlevsel açıdan analizi ve sınıflandırması için bkz. **Çetin**, s. 5-9.

<sup>256</sup> **Coşkun**, s. 36.

<sup>257</sup> **Temizel, F.:** Yatırımcı İlişkileri Yönetiminin Kamunun Aydınlatılmasındaki Yeri, (içinde Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri, Ed.: Nurhan Aydın), Eskişehir 2009, s. 44.

<sup>258</sup> **Sayılğan**, s. 27.

gibi riskten korunarak sabit, öngörülebilir ve güvenilir bir getiri elde etmeyi amaçlayanlar da mevcuttur. Şirket, mevcut yatırımcıların (*actual investors*) yanı sıra gelecekteki potansiyel bir başka deyişle muhtemel yatırımcılarla (*prospective investors*) da muhataptır<sup>259</sup>.

Sermaye piyasası yatırımcısı aktif yatırımcıdır. Piyasada kendisine sunulan araçlar arasında bir seçim yaparak tasarrufunu değerlendirmek durumundadır. Bu sebeple de, pay sahibi olsun olmasın piyasadaki bütün yatırımcılar aydınlatmanın muhatabı konumundadır. Yatırımcının seçimleriyle yatırımına yön vermek durumunda bulunması (aktif konumda olması) dolayısıyla korunması ihtiyacı ön plana çıkmaktadır. Bu korumanın asgari koşulu da riskler hakkında tam bilgi sahibi olabilme imkânının kendilerine sunulmasıdır.

Bu noktada şunu özellikle belirtmekte yarar vardır ki, şirketin sunduğu bilgilerin bir diğer muhatabı, yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri ile kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Sermaye piyasası alanında çalışan bu türden uzmanlık kuruluşları, gerek kendi yatırımları gerekse müşterilerinin tasarruflarının değerlendirilmesinde yatırım tercihlerini belirlerken şirketlerin kamuyu aydınlatma belgeleri ile sundukları verilerden yararlanır. Bununla birlikte, yatırımcıların tamamının sunulan her bilgiyi doğru algılaması ve en rasyonel yatırım kararını vermesi beklenmez; mümkün de değildir.

Potansiyel yatırımcılar, sadece bilginin paylaşıldığı anda söz konusu şirkete yatırım yapmayı düşünmekte olan kişilerden ibaret değildir. Bu dönemde yatırım niyeti olmamakla birlikte, söz konusu bilgi sonrasında veya daha da ilerleyen zamanda yatırım stratejilerinde geçmişteki bilgiler veri olarak kullanılabilir. Dolayısıyla, henüz sermaye piyasasında hiçbir faaliyeti olmayan kişiler dahi geniş anlamda potansiyel yatırımcılara dahil kabul edilebilir.

Öte yandan, şirketin sunduğu bilgiler rakiplerin yatırımcılarının yatırım tercihlerine de etki eder. Bu etkiyi sadece bilgiyi paylaşan şirkete yatırım kararı alıp almamakla sınırlı düşünmemek gerekir. Zira, rakip şirketin yatırımcıları da diğer şirketin paylaştığı bilginin etkisiyle rakip şirketteki mevcut sermaye piyasası araçlarını satmayı tercih edebilir. Dolayısıyla kamuyu aydınlatmanın muhatabı olarak “potansiyel yatırımcılar” kavramı oldukça geniş bir kitleyi oluşturmaktadır<sup>260</sup>.

---

<sup>259</sup> Easterbrook/Fischel, s. 683.

<sup>260</sup> Kamuyu aydınlatma belgelerinden dolayı bu kişilere karşı da sorumluluğun doğup doğmayacağı ise dördüncü bölümde özel olarak ele alınacaktır (Bkz. Dördüncü Bölüm-II-“Dava Açabilecek Kişiler”).

## 2- Mevcut ve Potansiyel Alacaklılar

Bilindiği üzere, anonim şirketler hukukunun hatta sermaye şirketleri hukukunun en temel sorunlarından biri, tek güvencesi şirket malvarlığı olan alacaklıların korunmasıdır. Kamuyu aydınlatma ile sağlanan bilgiler, şirketin durumu ve gidişatı hakkında sundukları verilerle mevcut ve potansiyel alacaklıların korunmasına hizmet eder.

Şirketin mevcut ve potansiyel alacaklıları, değişik türden kişileri kapsayan bir üst kategori olarak değerlendirilebilir. Zira şirketin girmiş olduğu münferit iki tarafa borç yükleyen sözleşme ilişkilerinden dolayı alıcı, satıcı, müşteri, tedarikçi, müvekkil, kredi veren, kiralayan, iş sahibi gibi hukuki sıfatlara sahip kişiler, bu ilişkiler öncesinde ve/veya ilişkilerinin devamında şirket hakkında değerlendirme yapabilmek için bilgiye ihtiyaç duyarlar. Bu kişilerin, şirketin borçlarını ödeyebilme ve taahhütlerini yerine getirebilme güçleri hakkında bilgi sahibi olmak istemeleri doğaldır<sup>261</sup>. Esasen tam iki tarafa borç yükleyen bütün hukuki ilişkilerde, her iki taraf da borçlu ve alacaklı niteliğini haiz olacağından, sadece sayılanlar değil bu türden bütün sözleşmelerdeki taraflar bu kategori içinde zikredilebilir. Özellikle, şirketlerin uluslararası nitelikteki girişimlerinde karşı tarafın yapacağı değerlendirmede uluslararası standartlar esas alınarak düzenlenen kamuyu aydınlatma belgeleri büyük önem taşır. Şirketle henüz ticari ilişki kurmamış ancak kurmayı düşünen kişiler de sunulan bilgilerden yararlanır. Bu sebeple şirketin sadece mevcut alacaklıları değil, potansiyel alacaklıları da kamuyu aydınlatmanın muhatabıdır.

Şirketin finansmanında borçlanma yönteminin benimsenmesi hâlinde, alacaklılar ile girilen çok boyutlu hukuki ilişkinin sonuçlarının ayrıca değerlendirilmesi gerekir. Şirket alacaklıları, verecekleri borcun karşısında razı olacakları faizi belirlerken şirketin içinde bulunduğu durumu bilmek ister<sup>262</sup>. Zira üstlenilen riskin analizi, şirket hakkındaki bilgilere sahip olmaktan geçer. Bu durum, şirketin şu andaki durumu ve gelecekte beklenenleri için geçerli olduğu gibi şirketin bir nevi özgeçmişini bilmekle mümkün olur. Bu sebeple etkin bir kamuyu aydınlatma sistemine sahip olmak, şirketin hem hâlihazırdaki hem de müstakbel alacaklıları açısından önem taşır. Bu grup içerisinde özellikle kredi kuruluşları önem arz etmektedir. Şirketin finansman için para piyasasına

---

<sup>261</sup> Çelik, Gönüllü Kamuya Açıklama, s. 78; Sayılğan, s. 146.

<sup>262</sup> Çelik, Şirket Demokrasisi, s. 27; Akdoğan/Tenker, s. 35, 36.

başvurduğu durumlarda da<sup>263</sup>, sermaye piyasasına ilişkin verilerden yararlanılır. Kredi kuruluşları kendisine yöneltilen fon talebinin kabul veya reddi konusunda karar verirken şirketin varlıklarını, alacaklarını ve borçlanma kapasitesini görebilmek, geçmiş ve geleceğe ilişkin büyüme eğilimini tespit edebilmek, teminat olarak alınabilecek varlıkları belirleyebilmek ve değerleyebilmek için bu türden bilgilerden yararlanır<sup>264</sup>.

### 3- Mevcut ve Potansiyel Çalışanlar

Çalışanlar bilgi ve yetenekleri çerçevesinde şirkete emeklerini sunan kişilerdir. Şirket çalışanları, kamuyu aydınlatmanın hem bir muhatabı hem de zaman zaman konusunu oluşturmaktadır.

Çalışanlara ilişkin birtakım işlem, eylem ve gelişmeler kamuyu aydınlatmanın konu bakımından kapsamına dahildir. Yapılan işin niteliğine bağlı olarak değişmekle birlikte, şirket performansına etki gücü yüksek hususların kamuyla paylaşılması gerekir. Bu kişiler arasında yönetim ve temsil yetkilerine sahip kişiler daha özel bir yere sahip olsa da, kamuyu aydınlatma ilkesinin konusu oluşturan şirket çalışanları yalnız bu kişilerle de sınırlı değildir. Örneğin, büyük futbol kulüplerinin oyuncu transferlerine dair özel durum açıklamaları yaptıkları bilinmektedir. Ayrıca, bu alandaki insan kaynakları ve işçilerin pay sahibi yapılması planları gibi şirket politikalarının da kamuyla paylaşılması gerekmektedir<sup>265</sup>.

Çalışanların kamuyu aydınlatmanın muhatabı konumunda bulunmaları bir başka deyişle şirketin kârlılığı ve istikrarı hakkında bilgi sahibi olmak istemeleri, ücret başta olmak üzere mali haklarının elde edilip edilemeyeceği, çalışanların kârdan pay alma hakları mevcutsa bu hakkın kullanımı ve çalışma olanaklarının devamlılığı hakkındaki bilgilere yönelmelerinden dolayıdır<sup>266</sup>. Keza, ilgili kişilere, çalışanların şirkette kalma oranları ve insan kaynakları geliştirme ve eğitim faaliyetleri hakkında da önemli bilgiler sunulabilir<sup>267</sup>.

---

<sup>263</sup> Şirketin fon bulmasının yanı sıra para çıkışlarının engellenmesi, yavaşlatılması veya şekil değiştirmesinin de “finansman” kavramına dahil olduğu hakkında bkz. **Gören, Ö.:** Finansman Hukuku, Ankara 2008, s. 1, 5.

<sup>264</sup> **Duman,** s. 104.

<sup>265</sup> **Paslı,** Kurumsal Yönetim, s. 267.

<sup>266</sup> **Bayazıtlı/Çelik/Gürdal,** s. 38; **Sayılğan,** s. 145, 146; **Demir,** Kamuyu Aydınlatma, s. 39; **Rüzgâr,** s. 854.

<sup>267</sup> **Kütükçü,** Finans Hukuku, s. 169.

Kamuyu aydınlatmanın toplu iş sözleşmelerinde işçiler tarafından sunulacak talepler açısından da önem arz ettiği ifade olunmuştur<sup>268</sup>. Yine, toplu iş sözleşmelerine ilişkin bilgilere kamuyu aydınlatma belgelerinde yer verildiği görülmektedir<sup>269</sup>. Sendikalar dahi üyelerinin haklarının etkin bir şekilde korunabilmesi için şirkete ilişkin değerlendirme yaparken şirketin sunmuş olduğu bilgilerden yararlanabilir<sup>270</sup>.

Bunlarla birlikte, şirket faaliyetlerinin gidişatı, sayıları özellikle büyük ölçekli şirketlerde çok yüksek sayıda olabilen çalışanlar üzerinde etkilidir. Bu sebeple şirket yönetiminin çalışanlarına karşı iyi yönetim borcu söz konusudur. Dolayısıyla kamuyu aydınlatmanın sağlıklı gerçekleştirilmesi ahlaki temelde de bu kişileri ilgilendirmektedir.

Önemle belirtelim ki, çalışanların bu bilgi ihtiyacının düzeyi şirketteki pozisyonlarına göre farklılaşmaktadır<sup>271</sup>. Kanaatimizce, kamuyu aydınlatma ilkesi, geline nokta sadece şirketin mevcut çalışanlarını değil, sunduğu bilgilerle aynı zamanda şirkette çalışmayı düşünenleri de ilgilendirmektedir. Zira kamuyla paylaşılan bilgiler yatırım kararlarının dışında bu tür kararların alınmasını etkileyebilecek güce sahiptir.

Nihayet, demokrasinin ekonomideki bir görünümü olarak ifade edilen “demokratik ekonomi” kavramının bir gereği olarak görülen şirket demokrasisinin, şirket çalışanlarının da bilgi edinme ve hatta şirkette karar alma mekanizmalarına katılımını gerektirdiği savunulmaktadır<sup>272</sup>. Bu gerekçe de şirket çalışanlarının kamuyu aydınlatma muhatapları arasında yer aldığı fikrini desteklemektedir.

#### 4- Devlet

Devlet kamuyu aydınlatmanın bir diğer muhatabıdır. Devletin şirketlerle kamuyu aydınlatma bağlamındaki ilişkisi değişik boyutlardadır. Bir sonraki başlık altında incelenen kamuyu aydınlatmanın devlet açısından gördüğü işlevler, devletin neden kamuyu aydınlatmanın muhatapları arasında görüldüğünü anlamaya yardımcı olacaktır<sup>273</sup>. Tekrara düşmemek adına burada konunun ayrıntılarına girilmeyecek yalnızca bu ilişkinin bağlantı noktalarına değinilecektir.

---

<sup>268</sup> Tekinalp, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 36; Rüzgâr, s. 854.

<sup>269</sup> Paslı, Kurumsal Yönetim, s. 268.

<sup>270</sup> Akdoğan/Tenker, s. 36; Duman, s. 105.

<sup>271</sup> Bayazıtlı/Çelik/Gürdal, s. 38.

<sup>272</sup> Yasin, s. 24, 25.

<sup>273</sup> Bkz. Birinci Bölüm-IX-1-B-c-“Devlet”.

Para piyasasıyla birlikte sermaye piyasası da ülkedeki tasarrufların reel sektöre aktarılmasındaki ana yollardan bir tanesini oluşturmaktadır. Bu yüzden ülke ekonomisinin kalkınmasında anonim şirketlerin faaliyet ve katkılarının payı çok büyüktür<sup>274</sup>. Öyle ki, dünyadaki ekonomik sıçramayı sağlayan en önemli aracın anonim şirketlerin doğuşu ile gelişmesi olduğu ve bütün ekonomilerde ekonomik gelişmenin anonim şirketler aracılığıyla sağlandığı ifade edilmektedir<sup>275</sup>. Devlet, sermaye piyasasında etkinliğinin sağlanması ve SerPK m. 1’de sayılan nitelikleri haiz bir piyasanın oluşturulması ve işlerliğin sağlanmasını teminle görevlidir. Ayrı bir parantez açmak gerekir ki, bilgilerin muhatabı olmasından da önce devlet, sermaye piyasasının düzenlenmesi, denetlenmesi ve gözetiminden sorumludur. Bu bağlamda, piyasaya güvenin hakim kılınması, devletin kendisine de yarar sağlayacak bir görevidir.

Kamuyu aydınlatma, vergiler başta olmak üzere kamu alacaklarının tahsiliyle sıkı ilişki içindedir. Şirketler hakkında elde edilen bilgiler bunların doğru tahsiline imkân sağlar<sup>276</sup>. Ayrıca, kamuyu aydınlatma ilkesi, vergi politikalarının belirlenmesi ile milli gelir ve benzeri istatistiklerin tutulması açılarından da bilgi sağlar<sup>277</sup>.

Şirketlerin ortaklık yapısı ve faaliyetleri hakkındaki bilgiler, devletin suçlarla ve suçlularla mücadelesi açısından önem taşır. Bir yönüyle suçların finansmanının önlenmesi ve diğer taraftan ekonomik nitelikli suçların engellenmesi ve işlendiyse cezalandırılabilmesi bakımından devlet kamuyu aydınlatma ilkesi vasıtasıyla elde edilen bilgilerden yararlanılabilir. Bu yönüyle de devlet, kamuyu aydınlatmanın bir muhatabı haline gelmektedir.

## **IX- KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN İŞLEVLERİ VE ELEŞTİRİLEN YÖNLERİ**

### **1- İşlevleri**

Kamuyu aydınlatma ilkesinin işlevleri, bu ilkenin piyasada hakim kılınmasını teşvik edici ana unsurdur. Kamuyu aydınlatma ilkesinin işlevleri denildiğinde, bu ilkeye yüklenen anlam ile birlikte bu ilke ile gerçekleştirilmesi hedeflenen amaçların sağladığı

---

<sup>274</sup> Anonim şirketlerin temel ekonomik işlevlerini yerine getirebilmesi için sermaye piyasasının gelişiminin zorunlu olduğu hakkında bkz. **Moroğlu, E.:** Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu, 40. Yılında Türk Ticaret Kanunu, İstanbul 1997, s. 60 vd.

<sup>275</sup> **Çelik,** Şirket Demokrasisi, s. XI, 1.

<sup>276</sup> **Tekinalp,** Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 22.

<sup>277</sup> **Tekinalp,** Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 22; **Bayazıtlı/Çelik/Gürdal,** s. 38, 39; **Demir,** Kamuyu Aydınlatma, s. 39; **Sayılğan,** s. 146.



yararlar anlaşılmalıdır. İlkenin sağladığı yararların geniş bir yelpazede ve çok çeşitli olmasından dolayı tasnif edilerek incelenmesi yerinde olacaktır.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin işlevleri, geleneksel olarak, işlevin niteliği açısından ayrıma tabi tutularak “aydınlatıcı”, “caydırıcı” ve “koruyucu” işlevleri olmak üzere üç ana grupta ele alınmaktadır<sup>278</sup>. İlkenin bahsedilen fonksiyonlarının özellikle yatırımcılar, ihraççının kendisi ve devlet üzerinde ne türden somut yararları beraberinde getirdiği ortaya konulmalıdır. Esasen, yukarıda da değinildiği üzere, kamuyu aydınlatmanın muhatap kitlesi bu kişilerden daha geniştir. İşlevlerin üzerinde etki doğurulan kişiler açısından bu başlık altında yapılan ayırımı çalışanların ve alacaklıların dikkate alınmaması, kamuyu aydınlatma ihtiyacını ilkeselleşme sonucuna götüren sebeplerin yatırımcılar, ihraççılar ve devlet üzerinde kendini göstermesinden kaynaklanmaktadır.

## **A- İşlevin Niteliği Açısından**

### **a- Aydınlatıcı İşlevleri**

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde oluşturulan düzenlemeler ile oluşturulan bilgi aktarım mekanizmaları, bütün ilgililerin aydınlatılmasını sağlar. Bu fonksiyon o kadar ağırlıktadır ki, ilke için kullanılacak terimsel ifadede dahi kendini göstermiştir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, ekonomik birimlerin kendilerine sunulan bilgiler sayesinde daha iyi ve doğru kararlar almalarını sağlamaya yöneliktir<sup>279</sup>. İlke, bütün piyasa katılımcılarına şirket hakkında nitelikli bilgiye dayalı değerlendirme yapma imkânı vererek ilgilileri aydınlatıcı fonksiyon görür. Kamuyu aydınlatma rastgele bir bilgi paylaşımı olmadığından aydınlatmanın belirli standartlar çerçevesinde yapılması da karşılaştırılabilirlik ve anlaşılabilirlik sağlar.

İlkenin aydınlatıcı fonksiyonu ile sıkı ilişki içerisinde olan bir diğer kavram ise yukarıda da değinilen şeffaflık kavramıdır. Kamuyu aydınlatma, şirketlerde şeffaflığın sağlanmasına da katkı sağlar. Bilginin sağladığı şeffaflık bu alandaki çıkar çatışmalarının yönetilmesine hizmet eder<sup>280</sup>. Şirket kendi içindeki bilgilere ulaşma gücü açısından neredeyse tekel niteliğine sahiptir<sup>281</sup>. Kuşkusuz, bu alanın tek öznesi şirket tüzel kişiliği

<sup>278</sup> **Turanboy, A.:** Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Ankara 1990, s. 187-192; **Kılıç, s. 19;** **Küçüksözen, s. 15;** **Sayar, Z.:** Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması, Ankara 2003, s. 73; **Çelik, Bağımsız Denetim, s. 28, 29;** **İhtiyar, s. 94, 95.**

<sup>279</sup> **Enriques/Gilotta, s. 512.**

<sup>280</sup> **Brinckmann, Foundations, s. 265.**

<sup>281</sup> **Brinckmann, Foundations, s. 272, 273.**

olmayıp şirket içi bilgilere ulaşma yetisine sahip farklı kişiler de mevcuttur. Ancak, kamuyu aydınlatma zorunluluğu, şirketin bu konudaki tekelinden yararlanmasını önler<sup>282</sup>. Bu sayede bütün ilgililerin gereği gibi aydınlatılmasının önündeki engellerden bir tanesi kaldırılmış olur.

İşletme biliminde anonim şirketlerdeki çıkar çatışmalarına karşı içsel ve dışsal disiplin mekanizmaları mevcuttur. İçsel disiplin mekanizmaları şirket içindeki güçlerin diğer güçleri dengelemesi ve denetlemesi olarak tanımlanmaktadır<sup>283</sup>. Dışsal disiplin mekanizmaları ise kaynağı şirket dışında olsa da şirketin iç yapısını etkileme gücünü haiz denetim mekanizmasıdır<sup>284</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesi, sağladığı bilgiler ile her iki mekanizma açısından da aydınlatıcı fonksiyona sahiptir.

### **b- Caydırıcı İşlevleri**

Kamuyu aydınlatma ilkesi, şirketleri, ilgili düzenlemelerle belirlenen konu, kapsam ve nitelikte bilgi sunmaya zorlayarak bu alanda muhatapları aldatıcı işlem ve eylemleri engelleme yönünde önleyici bir işlev görür<sup>285</sup>.

Öte yandan, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki, idari ve cezai sorumluluğun mevcut olması, şirketleri ve yöneticilerini kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlâlinden caydırır. Yatırımcılara karşı sorumluluk mekanizmasının varlığı, şirketleri hukuka aykırı işlem ve eylemlerden kaçınmaya yönlendirir. Sorumluluk davası tehdidinin bir köşede duruyor olması, ilgilileri daha dikkatli olmaya ve hukuka aykırı yönelimlerden uzak durmaya iter. Bununla birlikte, yetkili idari otoriteye karşı idari sorumluluk ile kamuyu aydınlatma düzenlemeleriyle ilişkili olan suç tipleri mevcuttur. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan idari ve cezai sorumluluk bölümlerinde yüzeysel olarak değinilecek olan bu normlar da kamuyu aydınlatmanın gereği gibi gerçekleştirilmesinin ihmal edilmesini engeller; dürüstlüğe aykırı uygulamalar ile aldatıcı ve hileli işlemlerden uzak durulmasını sağlar.

### **c- Koruyucu İşlevleri**

Korumak, “*bir kimseyi veya bir şeyi dış etkilerden, tehlikeden, zor bir durumdan uzak tutmak, esirgemek, muhafaza etmek, vikaye etmek, sıyanet etmek*”, “*tehlikeye karşı*

<sup>282</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 273.

<sup>283</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 21.

<sup>284</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 18.

<sup>285</sup> **Frankel, T.:** The Failure of Investor Protection by Disclosure, University of Cincinnati Law Review 2012, Vol. 81, s. 426.

*denetimi altında bulundurmak, savunmak, müdafaa etmek*” ve “*süregelen bir durumun değişikliğe uğramasını önlemek*” gibi anlamlara gelmektedir<sup>286</sup>. Kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenlemeler yatırımcıları, ihraççı şirketi ve piyasayı koruyucu niteliktedir<sup>287</sup>. Bu fonksiyonun özü, kamuyu aydınlatmanın ihraççı ve yatırımcıların menfaatlerinin ve piyasa fonksiyonlarının birtakım olumsuz durumlara karşı korunmasıdır. Dolayısıyla koruyucu fonksiyonun sadece yatırımcılarla sınırlı olarak düşünülmemesi gerekir<sup>288</sup>.

Yatırımcılar açısından korumayı sağlayan hususların başında zamanında, tam, doğru ve anlaşılır şekilde bilgilendirilmiş yatırım kararı alabilmelerini engelleyecek durumların gerçekleşme ihtimaline karşı korunması gelir. “*Bilgilendirilmeyen yatırımcı sömürülen yatırımcıdır*”<sup>289</sup> ön kabulünün geçerli olduğu varsayıldığında, bilgilendirmenin sağlıklı olarak sağlanmadığı her durumda yatırımcıların menfaatleri zarar görmektedir. Kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımcıların bilgi eşitsizliklerinden doğacak tehlikelerden muhafaza edilmeleri ile piyasadaki hileli ve aldatıcı eylem ile işlemlerin engellenmesi açılarından yatırımcıların korunmasına hizmet eder. Madalyonun diğer yüzünde ise çalışma konumuzu oluşturan husus olan kamuyu aydınlatma ilkesine aykırı eylem ve işlemler dolayısıyla doğan zararların tazminine yönelik düzenlemeler yer almaktadır. Sorumluluğa yönelik hükümlerin tazmin edici fonksiyon görmesi de yine koruyucu etki doğurur.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, ihraççılar açısından öncelikle şirketin işlerliğine yönelik olumsuz haber ve söylentilere karşı önemli bir koruma sağlar. Bilhassa kamuyu aydınlatma gerekliliği mevcut olup da şirketin bunu sağlamadığı hâllerde piyasa aktörleri olumsuz düşünmeye meyillidir. Sermaye piyasasında sessizlik kötü haber olarak algılanır ve “*şirketin söyleyecek iyi bir şeyi olsaydı söylerdi*” varsayımından hareket edilir<sup>290</sup>. Bu yüzden kamuyu aydınlatma sessizliğe abartılı sonuç yüklenmesini engelleyici fonksiyonuyla<sup>291</sup> ihraççı şirketi de korur. Diğer taraftan, şirket ve sermaye piyasası araçları hakkında sunulan aydınlatıcı bilgilerin bütün muhataplara aktarılması eksik, yanlış yahut yanıltıcı bilgilendirmeden doğacak hukuki sorumluluk rizikosundan şirketin korunmasını sağlar.

---

<sup>286</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü (www.tdk.gov.tr).

<sup>287</sup> Kamuyu aydınlatma ilkesine dayanan düzenlemelerin sermaye piyasası hukukunun koruyucu düzenlemelerinin kapsamında olduğu hakkında bkz. **Çetin**, s. 17, 18; **Özbay**, s. 23.

<sup>288</sup> Bu yönde bir bakış için bkz. **Kılıç**, s. 19, 20.

<sup>289</sup> **Easterbrook/Fischel**, s. 693, 694.

<sup>290</sup> **Easterbrook/Fischel**, s. 683.

<sup>291</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 191.

Koruyucu fonksiyonun piyasaya olan etkilerine bakıldığında ise kamuyu aydınlatma ilkesi sermaye piyasasının arzu edilen özelliklere sahip olarak işleyişinin sürdürülmesinde omurga görevi görür<sup>292</sup>. Aldatıcı ve hileli işlemler, piyasaya duyulan güveni ortadan kaldıracabileceğinden kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenlemelerle bu tür işlem ve eylemler asgariye indirilmek ve hatta yok edilmek istenir. Ayrıca, hukuka aykırı dış etkilerden korunarak sermaye piyasasında sağlıklı fiyat oluşumunun sağlanması hedeflenmektedir. Keza, kamuyu aydınlatma ilkesi mali piyasalarda bilgilendirmenin krizlerin olmasını önleyici ve etkilerini azaltıcı işleve sahiptir<sup>293</sup>. Yalnız, bu durum, ilkenin tam ve ideal olarak sağlandığı bir piyasada hiçbir krizin olmayacağı anlamına da gelmez.

Kamuyu aydınlatmanın zorunlu ve belirli esaslara bağlanması söz konusu olmasaydı şirketlerin sermaye piyasası araçlarının parlak dergilerde yahut cezbedici mankenler kullanılarak dahi satımına teşebbüs etmeleri söz konusu olabilirdi<sup>294</sup>. Nitekim Türkiye’de çok da uzak sayılmayacak bir geçmişte *Bankerler Krizi* öncesi bu kişilerin ünlü aktör ve aktrisleri reklamlarında kullanarak oluşturdukları ilgi ve güven ile halktan rahatlıkla para topladıkları bilinen bir gerçektir. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yürürlüğe konulan sınırlayıcı düzenlemeler bugün gelinen noktada bu tür durumların meydana gelmesini de engellemektedir.

Görüldüğü üzere, kamuyu aydınlatma ilkesine dayanan düzenlemeler yatırımcı ve ihraççılara sağladığı doğrudan korumanın yanında piyasayı da korumaktadır. Piyasanın korunması hem devletin bu alandaki menfaatlerini hem de dolaylı olarak yatırımcıların ve ihraççıların çıkarlarını korumaktadır<sup>295</sup>.

## **B- Üzerinde Etki Doğurulan Kişiler Açısından**

Kamuyu aydınlatmanın işlevleri, üzerinde etki doğurulan kişiler açısından yatırımcılar, ihraççılar ve devlet açısından ayrı ayrı ele alınabilir. Yalnız, bu ayrımın kesin sınırlarla yapılabilmesi mümkün değildir. Zira bu alandaki ortak menfaatler, kamuyu aydınlatmanın işlevlerinin aynı anda farklı kişiler üzerinde etkiler doğurmasını sağlamaktadır. Bu bağlamda, örneğin, yatırımcıların korunması piyasayı olumlu

---

<sup>292</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 188.

<sup>293</sup> **Özbay**, s. 11, 20.

<sup>294</sup> **Easterbrook/Fischel**, s. 680.

<sup>295</sup> *Tanör*, sermaye piyasası mevzuatının korunmasını hedeflediği kitlenin aynı yasal koruma düzlemi içinde olmadığını, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin öncelikle korunması gerektiğini vurgulamaktadır (**Tanör, R.:** Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Ortaklıklarda Denetim Mekanizmalarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Model Önerisi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2005/2, s. 260, 262).

etkilemekte; piyasanın arzu edilen özelliklere sahip olarak işleyişi aynı zamanda ihraççıların da yararına olmaktadır.

#### **a- Yatırımcılar**

Yatırımcılar, ihraççılara fon arz eden kesim olarak sermaye piyasasının *olmazsa olmaz* unsurlarından biridir. Sermaye piyasasında yatırımcıların korunması, evrensel düzeyde tartışmasız şekilde kabul gören bir ihtiyaçtır. Hatta bu alana devlet müdahalesinin temel amacının yatırımcının korunması olduğu dahi ifade edilmektedir<sup>296</sup>. Yatırımcıların gereği gibi korunabilmesi için ilgili düzenlemeler ile idari otoritelerin işlem ve eylemlerinin elverişli olması gerekir. Bu noktada, kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenlemeler bütünü de büyük önem taşır.

Sermaye piyasasından fon talep edebilecek kesim oldukça sınırlı olmakla birlikte piyasaya fon arz etmesi mümkün kişilerin kapsamı son derece geniştir. Yatırımcı denildiğinde, hukuki niteliği, bilgi düzeyi, piyasaya olan ilgisi, rasyonel tercih yapabilme kapasitesi ve yatırım miktarı birbirinden çok farklı kişiler söz konusu olmaktadır. Kamuyu aydınlatma ilkesi doğrultusunda sunulan bilgiler, piyasadaki mevcut ve potansiyel bütün yatırımcıları doğrudan yahut dolaylı şekilde belirli düzeyde etkileme gücüne sahiptir. Ancak, kamuyu aydınlatma ilkesinden en çok kurumsal yatırımcılar yararlanır. Kurumsal yatırımcı kapsamına girebilecek olan 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, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar, kamu kurum ve kuruluşları, sosyal sigorta mevzuatı çerçevesinde kurulmuş olan sandıklar gibi kişi, kurum ve kuruluşlar<sup>297</sup> sahip oldukları büyük miktardaki fonlar ve uzman kadrolarla sermaye piyasalarında özel bir yere sahiptir. Bu kişilerin bilgiyi temin ve analiz etme ile rasyonel tercihlere dönüştürme imkânları gelişkindir.

Zorunlu kamuyu aydınlatmanın yatırımcılar açısından sağladığı yararlar iki ana grupta ele alınmaktadır. Bunlardan biri yatırımcıların bilgilendirilmiş şekilde kendi risk algıları ve iktisadi tercihleri bağlamında daha rasyonel kararlar almalarının sağlanması

---

<sup>296</sup> Küçüksözen, s. 21.

<sup>297</sup> Hukukumuzda “kurumsal yatırımcılar”, “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)”nin m. 4/1.j bendine göre “Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler dışındaki profesyonel müşterileri” ifade eder (RG. 28.06.2013, S. 28691). “Profesyonel müşterilerin kimler olduğu ise “Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1)”in (RG. 17.12.2013, S. 28854) 29 ilâ 33. maddeleri çerçevesinde belirlenir.

(*aydınlatıcı işlev*) diğeri ise aldatıcı ve hileli işlemlerden zarara uğrama tehlikelerinin azaltılmasıdır (*caydırıcı ve koruyucu işlev*)<sup>298</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesi bağlamında yürürlüğe konulan düzenlemelere aykırılık hâlinde doğacak hukuki sorumluluk ise yatırımcı zararlarının tazmini fonksiyonu göreceğinden bunlara bir de tazmin edici fonksiyonu (*caydırıcı ve koruyucu işlev*) eklemek yanlış olmayacaktır.

Zorunlu kamuyu aydınlatma, yatırımcıların bilgilendirilmiş şekilde karar alma imkânına sahip olabilmesi ve bu alanda yatırımcıların güçlü bir konuma gelebilmeleri açısından merkezi öneme sahiptir<sup>299</sup>. Hemen belirtelim ki, kamuyu aydınlatma piyasadaki bütün yatırımcıların bilgilendirilmesini değil bilgilenme imkânına kavuşmasını sağlar. Piyasaya doğru bilgilerin egemen olmasının yatırımcıların tasarruflarının daha optimal tercihlere yönltilmesini sağlayacağı kabul edilmekle birlikte<sup>300</sup>, yatırımcının her zaman bilgiyi elde etmesi yahut yatırım tercihlerine yansıtması şart değildir. İlkeye düşen görev, imkânın sağlanmasına yönelik kurumsal yapıyı oluşturmaktır.

Yine de, kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince yayımlanan bilgilerin yatırımcıların yatırım kararlarına etkisi kaçınılmaz olacağından, yatırım kararları aracılığıyla şirketin belirli ölçüde kontrolü sağlanmış olur<sup>301</sup>. Bu şekilde şirketin geleceğine yön verilmesi gücü yatırımcıların eline geçer.

Daha önce de değinildiği üzere, sermaye piyasasındaki en önemli tehlikelerden biri olarak görülen asimetrik bilgi probleminin çözümüne katkı sağlayan en temel hukuki araç kamuyu aydınlatmadır<sup>302</sup>. Yatırımcılarla ihraççılar arasındaki ilişkide temel sorunlardan biri olan asimetrik bilgi problemi, piyasadaki yatırımcılar arası ilişkilerde de kendini göstermektedir. Taraflar arasındaki bilgi farklılığının beraberinde getirdiği ters seçim (*adverse selection*) ve ahlaki tehlike (*moral hazard*) rizikoları, işlemin muhatabı olan yatırımcılara doğrudan, piyasaya verdiği zararlar da muhatap konumunda olmayan yatırımcılara dahi dolaylı olarak zarar verir. Kamuyu aydınlatmaya yönelik hükümler, sermaye piyasasındaki taraflar arasındaki fırsat eşitliğinin sağlanmasına hizmet ederken<sup>303</sup> bilgiye ulaşma konusunda sağlamayı hedeflediği eşitlik ile de taraflar arasındaki bilgi farklılıklarından doğan sakıncaların giderilmesine katkıda bulunur. Bu

---

<sup>298</sup> Easterbrook/Fischel, s. 709.

<sup>299</sup> Moloney, s. 300.

<sup>300</sup> Easterbrook/Fischel, s. 673.

<sup>301</sup> Brinckmann, Periodic Disclosure, s. 318.

<sup>302</sup> Çetin, s. 12; Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 21; Özer, I.: Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunamayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme, Batider 2018, C. 1, s. 46, 47.

<sup>303</sup> Akbulak, s. 1824.

yönüyle pay sahipleri için geçerli eşit işlem ilkesine benzer şekilde yatırımcıların da sermaye piyasasında eşit işleme tabi tutulması gerekliliği söz konusudur.

Kamuyu aydınlatma, hukuki olduğu kadar ekonomik sonuçlarının da önemsenmesi şart olan bir gerekliliktir. Değinen birçok husus esasen ekonomik boyutları da içinde barındırmaktadır. Ancak, daha doğrudan bir bakış açısıyla bakıldığında, kamuyu aydınlatmanın yatırımcının bilgiye ulaşmadaki işlem ve zaman maliyetlerini (*transaction and time costs*) düşürdüğüne değinmekte yarar vardır<sup>304</sup>. Yine kamuyu aydınlatmanın gereği gibi sağlanması, bilgi farklılıklarını azaltıcı etkisi sebebiyle aracılık ve temsil maliyetlerini (*agency cost*)<sup>305</sup> de içerir şekilde işlem maliyetlerini düşürücü etki doğurur<sup>306</sup>. Pasifin artışının engellenmesi de kuşkusuz yatırımcıların net gelirlerini artıracaktır. Elde edilen gelirlerin ileride de piyasaya sunulması muhtemel olduğundan bu durum sadece yatırımcılara değil tüm ilgililere yarar sağlama potansiyeline sahiptir.

Bunlarla birlikte, kamuyu aydınlatma standartlarına uygun şekilde bilgilendirmenin sağlanması, aldatıcı ve hileli işlemleri engeller. Her bilgi değil ancak kamuyu aydınlatma ilkesinin standartlarına uygun nitelikteki bilginin yine arzulanan şekil ve yöntemlerle kamuya aktarılmasıyla yatırımcıların aldatılması tehlikesi minimize edilmeye çalışılmaktadır. Nitelikli bilgiler, yatırımcıları hileli ve aldatıcı olma riski taşıyan işlemlerden uzak durmaya yönlendirir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımcılar içerisinde pay sahiplerine özgü birtakım somut yararları beraberinde getirir. Bilgi alma hakkı açısından da savunulduğu<sup>307</sup> gibi, kamuyu aydınlatma vasıtasıyla sağlanan bilgiler, yönetim kurulu üyeleri aleyhine sorumluluk davası ile genel kurul ve yönetim kurulu kararlarının hukuki sakatlıklarına ilişkin davaların işlevsellik kazanmasına hizmet eder. Keza küçük pay sahiplerinin

---

<sup>304</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 269.

<sup>305</sup> Şirketin temsili sorunundan kaynaklanacak maliyetlerin azaltılması ya da ortadan kaldırılması için alınması gereken önlemler ve söz konusu önlemlerin uygulanması için katlanılan maliyetleri ifade eder (**Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 17). Bu maliyetlere örnek olarak iç denetim maliyetleri ve bağımsız dış denetim maliyetleri gösterilmektedir (**Sayılğan, G.:** İşletme Finansmanı, 7. Baskı, Ankara 2017, s. 17).

<sup>306</sup> **Kraakman, R./Armour, J./Hansmann, H. (Davies, P./Enriques, L./Hertig, G./Hopt, K./Kanda, H./Pargendler, M./Ringe, W. G./Rock, E.):** The Anatomy of Corporate Law, 3rd Edition, Oxford 2017, s. 38, 39. Ayrıca bkz. **Klöhn**, Marktbetrug, s. 698, 699.

Temsil maliyeti açısından özellikle kurumsal yönetimi daha etkin kılması sayesinde yöneticilerin görev ve sorumluluklarına daha uygun davranmasını sağlayıcı etkisi ile şirket ele geçirmeleri tehlikelerine ve 2000'li yılların başındaki şirket skandallarında görülen pay senedi fiyatına dayalı yönetici ücretlerinden (*Share Price-Based Managerial Compensation*) kaynaklı risklere karşı piyasa mekanizması yoluyla önleyici fonksiyonunun öne çıktığı ifade edilmektedir (**Fox**, Mandatory Disclosure, s. 254, 259).

<sup>307</sup> **Kaya**, s. 8, dpn. 21.

çoğunluğa karşı korunmasını sağlar. Bu noktada, kamuyu aydınlatma, gerek pay sahipliği haklarının kullanımına olan katkısı gerekse ilişkili taraf işlemlerine ve hâkimiyet ilişkilerinin bulunduğu şirket tiplerinde hâkim ortağın kötüye kullanmasına karşı bir hukuki koruma aracıdır<sup>308</sup>. Aydınlatmanın gereği gibi sağlanmasının getirdiği sonuçlar bütününe şirket değerliliğini artırıcı etkisi pay başta olmak üzere şirketin sermaye piyasası araçlarının değerine olumlu şekilde yansır.

Kurumsal yönetim ilkesinin temel argümanlarından biri olan mülkiyet-yönetim ayrışmasının beraberinde getirdiği risk ve tehlikelerin azaltılması açısından da kamuyu aydınlatma belirli bir koruma sağlar. Bu açıdan kamuyu aydınlatma ilkesi, şirket yöneticilerinin kendi yararlarını maksimize etmeye yönelik eğilimlerinin pay sahipleri aleyhine doğurabileceği olumsuz sonuçların önlenmesinde ve azaltılmasında fonksiyoneldir. Örneğin, şirket paylarını almak isteyen yöneticilerin fiyatları düşürmek için şirket hakkında piyasaya olumsuz haberler yayması ya da elindeki payları yüksek fiyattan satmak isteyen yöneticilerin şirket hakkında gerçek dışı olumlu haberler yayarak bu durumdan haksız kazanç elde etme beklentisi söz konusu olabilir<sup>309</sup>. Bu gibi durumlarda da şirketin bütün menfaat sahiplerinin korunması kamuyu aydınlatma düzenlemeleri ve kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk hükümleri ile mümkün olur. Ayrıca, şirketin finansal raporlarından sağlanan bilgiler yatırımcıların hatta şirketin bütün menfaat sahiplerinin şirket yöneticilerinin yönetim şekillerini ve kendi kontrollerine bırakılmış varlıkları nasıl değerlendirdiklerini görmelerini sağlar<sup>310</sup>. Bu verilere ulaşılması da, yatırımcıların yatırım kararlarını gözden geçirmelerine ve değişen durumlara uyarlamalarına imkân vereceğinden<sup>311</sup> bu kişilerin zarara uğrama ihtimallerini yahut muhtemel zarar miktarlarını düşürür.

Her şeye rağmen kamuyu aydınlatmanın maddi ve şekli normlarının yatırımcıların zarara uğramalarını engellemeye yetmediği noktada da ilke kapsamında öngörülen sorumluluk düzenlemeleri yatırımcı zararlarının tazmini fonksiyonunu icra edecektir.

---

<sup>308</sup> **Tekinalp**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 22; **Manavgat**, HAAO, s. 194, 195.

<sup>309</sup> **Kütükçü, D.:** Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü'nü İhlal Etmelerinden Doğan Hukuki Sorumluluklar, İstanbul Barosu Dergisi 2004, C. 78, S. 1, s. 37, 38.

<sup>310</sup> **Brinckmann**, Periodic Disclosure, s. 318.

<sup>311</sup> **Brinckmann**, Periodic Disclosure, s. 318.



## b- İhraççılar

Kamuyu aydınlatma, esasen anonim şirketlerin finansman için sermaye piyasasına başvurmalarının da bir bedelidir<sup>312</sup>. Para piyasasından sermaye temininde bir ön koşul olan teminat gösterme yükümlülüğünün zorunlu olmadığı, finansman ve aracılık maliyetlerinin daha düşük seviyede olabildiği sermaye piyasasından fon talep etmenin de birtakım özel yükümlülükleri beraberinde getirmesi doğaldır. Nitekim, ilkenin ortaya çıkışı ve gelişimi de bizzat ihraççılara sağlayacağı yararlar düşünülerek gerçekleşmemiştir. Her ne kadar kamuyu aydınlatma ihraççılar için yükümlülük yönü ağır basan zorunlu bir hukuki sonuç olsa da, yine de bu şirketler için önemli birtakım işlevlere de sahiptir. Bu yönüyle şirketler için kamuyu aydınlatma kişinin çok farkında olmasa da orta ve uzun vadede kendi yararına sonuçları beraberinde getiren zorlayıcı bir ödevi sürekli olarak yerine getirmesine benzetilebilir.

Daha önce de vurgulandığı üzere, kamuyu aydınlatmanın süjesi olan şirketler halka açık anonim şirketlerle sınırlı olmadığı gibi bir sermaye piyasası aracını ihraç sürecinde bulunan şirketlerle de sınırlı değildir. Dolayısıyla buradaki ihraççıları halka açık anonim şirketlere ek olarak sermaye piyasası aracı ihraç etmekte olan şirketler ile henüz itfa edilmemiş sermaye piyasası aracı ihracı gerçekleştirerek sermaye piyasası mevzuatının kapsamına girmiş<sup>313</sup> ve SPK'nın yetki alanına dahil olan şirketler şeklinde anlamak gerekir.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin bu tür şirketlere sağlayacağı faydaların aktarılmasına, ilkenin ülke ekonomisinde doğuracağı makro sonuçların ihraççılar için yaratacağı avantajlı durumlarla başlanabilir. Bunların bir kısmı kamuyu aydınlatmanın piyasa ile olan ilişkisinin dolaylı bir sonucu iken bir kısmı ise doğrudan ihraççı şirketi etkileyen hususlardır. Sağlıklı bir kamuyu aydınlatma mekanizması yatırımcıların ihtiyaç duydukları nitelikli bilgiyi zamanında sağlayarak bu kişilerin piyasaya olan güvenlerini artırır. Sermaye piyasasında güvenin hâkim kılınması, tasarrufların sermaye piyasasına

---

<sup>312</sup> Tanör, sermaye piyasası hukukunun yükümlülük ağırlıklı zorlayıcı düzenlemelerinin temelini ve özellikle de kamuyu aydınlatma gerekliliğini ifade etmek için “*Büyük kaynaklara ulaşmak büyük gözaltı gerektirir*” ifadesini kullanmıştır (Tanör, C. 2, s. 192; Tanör, R.: Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası, İstanbul 2003, s. 114, 115; Tanör, R.: Sermaye Piyasası Kanunu’nun Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Düzenlemeleri ve Bunların Bankalar Kanunu’na Tabi Kuruluşlara Uygulanabilirliği, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2002/1, Prof. Dr. Kemal Oğuzman’a Armağan, s. 663.

<sup>313</sup> Unutulmamalıdır ki, SerPK m. 2/1. fıkrası uyarınca, “*halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları, bu Kanun kapsamı dışındadır*”.

daha fazla aktarımını beraberinde getirir. Bu sonuç, ihraççıların fon ihtiyaçlarını karşılamalarına destek olur ve sermaye maliyetlerini düşürür<sup>314</sup>.

Kamuyu aydınlatmanın aracılık ve işlem maliyetlerini azaltıcı etkisi, sermaye piyasası araçlarının üzerinde yapılan işlemleri etkileyeceğinden ihraççıların da lehinedir<sup>315</sup>. Yatırımcıların, tasarruflarını, hakkında bilgi sahibi olmadığı şirketlere aktarımı daha büyük bir riski beraberinde getireceğinden bu durumda şirketin bu fona kavuşması için yatırımcıların daha yüksek kazanç beklentilerini karşılamaları zorunluluğu doğar. Aydınlatmanın gereği gibi gerçekleştirildiği tam tersi durumlarda ise belirsizlik azalacağından ve yatırımcının güven ihtiyacı karşılanacağından bu kişiler daha düşük kazanç elde etmeye razı olurlar. Yine, ilkenin yatırımcıların şirkete yansıtacağı şirketi izleme maliyetlerini düşürücü etkisi de şirket adına daha düşük maliyetle finansman olanakları sağlar.

Kamuyu aydınlatmayı uygun şekilde yapan şirketlerin sermaye piyasası araçlarının likiditesi yükselir. Şirketin ve piyasadaki diğer sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının doğru tespiti hem şirket hem de piyasa adına olumlu sonuçları beraberinde getirir.

Kamuyu aydınlatmanın kurallara bağlanması, şirket ve yöneticilerinde kötüninetyin mevcut olmadığı durumlarda da hangi bilgilerin ne şekillerde sunulacağının bilinmemesinden dolayı yapılacak hukuka aykırı aydınlatmalardan doğan zararların önüne geçilmesini mümkün kılar. İlkenin bu konuda bilgi sunma fonksiyonunda hem şirketlerin hem de kamunun menfaati vardır.

Kamuyu aydınlatmanın belirli usul ve esaslar çerçevesinde ilgili hukuki düzenlemelerle standartlara bağlanmış olması, şirketler arasındaki rekabet düzeninin işleyişine olumlu katkıda bulunur. Şirketlerin sahip oldukları kaynakların farklılığının bu alandaki rekabette diğerinin dezavantajına kullanım imkânını azaltır; bir anlamda kamuya ulaşmada belli ölçüde fırsat eşitliği sağlanmasına hizmet eder.

Kamuyu aydınlatmanın şirket özelinde doğurduğu sonuçlara bakıldığında, özetle şu tür somut yararları olduğu söylenebilir:

(a) Daha önce de değinildiği üzere, kamuyu aydınlatma, şeffaflığı ve hesap verilebilirliği artırır<sup>316</sup>. İlke şirket yönetiminin adilliğine de hizmet eder; özellikle bilginin muhataplarına eşit koşullar altında iletilmesini ve hesap verilebilirliği sağlar. Bu yönüyle

<sup>314</sup> **Burn**, s. 145; **Fox**, Mandatory Disclosure, s. 264.

<sup>315</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 271.

<sup>316</sup> **Brinckmann**, Periodic Disclosure, s. 318.

şirketin piyasa tarafından gözetimine katkıda bulunur<sup>317</sup>. Şirket organlarının karar alırken bunun bilgisini muhataplarla paylaşacaklarını bilmeleri karar mekanizmalarının sağlıklı çalışmasına hizmet eder. Aynı zamanda, pay sahiplerinin şirket hakkında daha fazla bilgiye sahip olmaları, yöneticilerin belirlenmesinde pay sahiplerini daha iyi seçimlere götürebilir<sup>318</sup>.

(b) Kamuyu aydınlatma aynı zamanda şirket demokrasisinin sağlanmasına yardımcı bir hukuki araçtır<sup>319</sup>. “Şirket demokrasisi”, şirket ile ilgili taraflar arasındaki ilişkilerin demokratik ilkelere oluşturulması ve şirketin demokratik ilkelere uygun şekilde yönetilmesi anlamına gelir<sup>320</sup>. Kamuyu aydınlatma yoluyla sağlanan bilgiler şirket demokrasisini sağlamaya yönelik hukuki yolların etkinliğini artırır. Örneğin, azlık haklarının daha verimli şekilde kullanımına katkı sağlar. Bu çerçevede, anonim şirketlerdeki menfaatlerin dengelenmesi ile menfaat çatışmalarının çözümlenmesine hizmet eden verilerin sağlanmasına katkıda bulunur.

(c) Kamuyu aydınlatma ilkesinin, yatırımcılar açısından fonksiyonlarında da ifade edildiği gibi, ilişkili taraf işlemlerine ve hâkim ortağın kötüye kullanımlarına karşı işlevsel oluşu şirketin de lehinedir<sup>321</sup>. Yine, ilke, örtülü kazanç aktarımının önlenmesine de hizmet eder. Bu yönüyle yatırımcıların yanı sıra şirketi, şirket alacaklılarını ve piyasayı hatta tüm ilgilileri koruyucu bir etkiye sahiptir.

(d) Şirketin elde ettiği bilgiler, şirketin planlamaları açısından işlevseldir; şirketin geleceğine ışık tutar. Bu açıdan şirketin gerçek durumunu görmesi gerektiği gibi görebilmesi, kendini bilebilmesini ve doğru yatırım stratejilerinin belirlenebilmesi için gerekli konumu alabilmesini sağlar; şirketi risk ve tehlikelerden korur.

(e) Kamuyu aydınlatma ilkesi, şirketin kredi değerliliğini artırıcı ve yatırımcılar ile olan ilişkilerini geliştirici etkilere sahiptir<sup>322</sup>. Benzer şekilde, şirketin tanıtım ve reklamına da hizmet eder (*reklam fonksiyonu*)<sup>323</sup>.

(f) Kamuyu aydınlatmanın muhataplarına eş zamanlı şekilde bilgi sunmayı gerektirmesi, pay sahiplerinin eşit işleme tabi tutulmasını öngören eşit işlem ilkesinin (TTK m. 357) yerine getirilmesine yardımcıdır.

---

<sup>317</sup> **Kütükçü**, Finans Hukuku, s. 164.

<sup>318</sup> **Fox**, Mandatory Disclosure, s. 255.

<sup>319</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. XI, 41.

<sup>320</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 32.

<sup>321</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 194, 195.

<sup>322</sup> **Duman**, s. 120.

<sup>323</sup> İzahnamenin reklam fonksiyonunun mevcut olduğu hakkında bkz. **Noth, M./Grob, E.**: Rechtsnatur und Voraussetzungen der obligationenrechtlichen Prospekthaftung-ein Überblick, AJP/PJA 12/2002, s. 1440.

(g) Kamuyu aydınlatmanın işletme bilimi açısından yönetsel iletişim (*corporate communication*) kavramını içinde barındırdığı ve şirket yönetiminin şirket dışındaki taraflarla iletişiminin sağlanması ve şirket faaliyetleri ile ilgili bilgilerin ilgili taraflara iletilmesi faaliyetlerini içerdiği kabul edilmektedir<sup>324</sup>. Bu açıdan kamuyu aydınlatma, şirketin şirket dışı kesimlerle iletişiminin önemli araçlarından birini oluşturmaktadır.

(h) Kamuyu aydınlatmanın gereği gibi gerçekleştirilmesi hâlinde şirketin ve yöneticilerinin sorumluluk davalarıyla karşı karşıya kalma tehlikesi azalır<sup>325</sup>.

Son olarak belirtelim ki, kamuyu aydınlatmanın ihraççı şirkete doğrudan sağladığı yararların yanı sıra bir de şirketin menfaat sahipleri kategorisinde bulunan kişilere sağlanan bireysel faydanın şirketin kurumsal yapısına doğrudan ya da dolaylı olarak beraberinde getireceği yararlar da unutulmamalıdır<sup>326</sup>.

### **c- Devlet**

Devleti kamuyu aydınlatmanın muhataplarından biri haline getiren nedenler, aynı zamanda bu ilkenin fonksiyonlarının Devlet bünyesinde hissedilmesine yol açmaktadır. Devletleri zorunlu kamuyu aydınlatma düzenlemeleri yapmaya götüren nedenlerin başında esas itibarıyla yatırımcıları koruyarak piyasayı arzu edilen niteliklere taşıma amacı gelmektedir. Bir ülkenin sermaye piyasasının durumu ile ekonomik gelişmişliği arasında sıkı bir ilişki söz konusudur. Piyasanın güven içerisinde ve etkin şekilde işleyişi ekonomik kalkınmaya doğrudan olumlu etkide bulunur. Dolayısıyla bu alandaki düzenlemelerle ulaşılmak istenen hedefler elde edildiğinde, kamu yararının sağlandığında şüphe yoktur. Nitekim, Anayasa Mahkemesi de bir kararında kamuyu aydınlatma düzenlemeleri ile yükümlülükler öngörülmesi ve bu yükümlülüklere uyulmamasının yaptırımlara tabi tutulmasında kamu yararının bulunduğunu hükme bağlamıştır<sup>327</sup>.

Her şeyden önce, kamuyu aydınlatma, sermaye piyasasının iyi işleyebilmesinin ön şartını oluşturmaktadır. Piyasaya doğru bilgilerin egemen olması yoluyla yatırımcıların yeterli şekilde korunmaları piyasaya duydukları güveni artırır ve korur<sup>328</sup>. Kamuyu aydınlatmanın sermaye tedarikine olan katkısı ile yeni alanlara yatırımların artışının, ülkelerin endüstrileşme süreçlerine ve yüksek maliyetli yatırımların

<sup>324</sup> Çelik, Şirket Demokrasisi, s. 44.

<sup>325</sup> Duman, s. 120.

<sup>326</sup> Şehirali Çelik, s. 20.

<sup>327</sup> Anayasa Mahkemesi'nin 10.10.2018 tarihli ve 2017/23849 Başvuru Numaralı Kararı, par. 62 (RG. 14.12.2018, S. 30625).

<sup>328</sup> Brinckmann, Periodic Disclosure, s. 318.

gerçekleştirilmesine önemli katkıları olmuştur. Günümüzde de sermaye piyasasının bu fonksiyonundan yararlanılmasına bir engel bulunmamaktadır. Ayrıca, kamuyu aydınlatma ile temin edilen nitelikli bilginin yatırımcıların tasarruflarının daha optimal tercihlere yönltilmesini sağlaması<sup>329</sup>, ekonomideki kaynakların etkin kullanımını sağlayarak daha verimli olabilecek sektör ve şirketlere yönelimi kuvvetlendirir<sup>330</sup>.

Yatırımcıların kaynaklarını kullanması için her zaman sermaye piyasası dışında alternatifler mevcuttur. Sermaye piyasasında güven bunalımının söz konusu olduğu durumlarda riskin daha düşük olduğu para piyasası ya da emtia piyasalarının daha cazip hale gelmesi bu kişilerin sermaye piyasasından uzak durmalarına yol açar. Yatırımcıların sermaye piyasasına sağladıkları fonu çekmesi, genel ekonomik düzen açısından tehlike arz etmektedir<sup>331</sup>. Piyasada güvenin egemen kılınması, yatırımcıların bu yöndeki korku ve eğilimlerini azaltacağından kamusal ekonomi açısından son derece önemlidir. Piyasaya fon girişinin artması, daha önce de değinildiği gibi, şirketler için finansman maliyetini düşürür<sup>332</sup>. Piyasanın güven içinde işleyişi, iç piyasa açısından taşıdığı değerin yanı sıra yabancı yatırımcıyı piyasaya çekerek uluslararası piyasalardan elde edilen finansmanın maliyetini düşürür. Sermaye maliyetinin düşmesi ülkedeki yatırımları artırır. Yatırımların artışının sağlayacağı katma değer refah artışını beraberinde getirecektir. Daha somut ifade etmek gerekirse, şirketlerin finansman maliyetlerini düşürerek kârlılıklarını artırması devlerler için de daha yüksek vergi gelirleri ile daha fazla istihdam olanağı yaratır<sup>333</sup>.

Kamuyu aydınlatma çerçevesinde elde edilen verilerin artması, şirketlerin ve piyasadaki araçların karşılaştırılması olanağını artıracığından sermaye piyasasında rekabeti artırır<sup>334</sup>. Keza kamuyu aydınlatmanın finansman maliyetlerini düşürücü etkisi üretimde rekabeti artırır<sup>335</sup>. Piyasada rekabetin hâkim kılınması da kamu yararını beraberinde getirir.

Kamuyu aydınlatmanın yatırımcı kararlarına olumlu ya da olumsuz etkileri sonucu alım ya da satım kararı vermeleri ikinci el piyasanın likiditesine doğrudan etki eder. Kamuyu aydınlatmanın olması gerektiği gibi gerçekleştirilmemesi, yatırımcının

---

<sup>329</sup> **Easterbrook/Fischel**, s. 673.

<sup>330</sup> **Fox**, Mandatory Disclosure, s. 252.

<sup>331</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 274.

<sup>332</sup> **Burn**, s. 145.

<sup>333</sup> **Burn**, s. 145.

<sup>334</sup> **Özer**, s. 47.

<sup>335</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 196.

duyduğu güveni azaltacağından piyasaya katılımı azaltır ve likidite kaybına yol açar<sup>336</sup>. Ancak, sağlıklı işleyen bir kamuyu aydınlatma mekanizması piyasa likiditesini artırarak etkin bir piyasa oluşumuna katkıda bulunur.

Asimetrik bilgi problemi, piyasa etkinliğini bozucu bir sorun olduğundan bu sorunu ve piyasadaki olumsuz etkilerini azaltıcı olduğunda tartışma bulunmayan kamuyu aydınlatmanın bu yönüyle piyasayı dolayısıyla devleti ilgilendirdiğinde şüphe yoktur. Zira asimetrik bilgi problemi, piyasanın aksaklığına ve başarısızlığına (*market failure*) yol açan ana nedenler arasında kabul edilmektedir<sup>337</sup>.

Kamuyu aydınlatmanın yatırımcılar açısından sağladığı yararların devlet açısından doğurduğu olumlu sonuçların bir benzeri ihraççılar açısından fonksiyonlarında da söz konusu olmaktadır. İlkenin ihraççılara sağladığı yararlar dolaylı olarak bu şirketlerin tâbiyetinde bulunduğu devlete de fayda sağlar. Zira tâbiyetinde olan şirketlerin uluslararası piyasalardaki rekabet güçlerinin artışı artık her ülkenin önemsemek zorunda olduğu bir değerdir. Devletler hukuki düzenlemelerini yaparken ve uygulamalarını belirlerken bu zorunluluğu dikkate almaktadır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sağlanan bilgiler; piyasanın ve şirketlerin denetim ve gözetimi ile ilgili otoritelerin bu görevleri sağlıklı şekilde yerine getirmesine yardımcı nitelikte olup<sup>338</sup> aynı zamanda vergi başta olmak üzere kamu alacaklarının doğru tespiti açısından önem taşır<sup>339</sup>.

Son olarak ve özetle belirtelim ki, kamuyu aydınlatma, önleyici etkisiyle piyasa aksaklıklarının minimize edilmesine katkıda bulunurken piyasanın gelişimi açısından hayati öneme sahip bir araçtır. Sorumluluk hükümlerinin caydırıcı ve tazmin edici etkisi de bu alanda devlete düşen adaletin sağlanması görevinin yerine getirilebilmesi adına büyük önem taşır.

## 2- Eleştirilen Yönleri

Hâkim görüş kamuyu aydınlatma ilkesinin gerekliliği ve işlevselliği yönünde olsa da, zorunlu kamuyu aydınlatmanın aleyhinde görüşler ve bu ilkeye getirilen eleştiriler de mevcuttur.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin karşıtı görüşlerde, zorunlu kamuyu aydınlatmanın gereksizliği ve hatta piyasaya zarar verici etkilerinin olduğu yönünde tezler

<sup>336</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 268; **Fox**, Mandatory Disclosure, s. 252, 264-267.

<sup>337</sup> **Kalss**, s. 72.

<sup>338</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 195; **Rüzgâr**, s. 854, 855.

<sup>339</sup> **Tekinalp**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 22.

bulunmaktadır. Bu konudaki sorgulama özellikle kamuyu aydınlatmanın zorunlu tutulmasının doğru olup olmadığına yöneliktir<sup>340</sup>. Keza zorunlu kamuyu aydınlatmanın etkinliğini bozan kendi tabiatından kaynaklı maliyetleri ve sınırları olduğu fakat sermaye piyasası düzenleyicileri tarafından bunların görmezden gelindiği de ifade edilmektedir<sup>341</sup>.

Zorunlu kamuyu aydınlatmanın maliyetleri olarak öğretide şunlar gösterilmektedir:

(a) Maddi kamuyu aydınlatmanın sonucu olarak *bilgiyi üretme maliyeti*, kamuyu aydınlatmanın konusu olan nitelikli bilginin oluşturulması için katlanılan maliyetlerdir.

(b) Şekli kamuyu aydınlatmanın sonucu olarak *bilgiyi yayma maliyeti*, bilgiye aleniyet kazandırılması için katlanılan maliyetleri ifade eder.

(c) Kamuyu aydınlatma süreçleri için kullanılan kaynakların üretime yönlendirilmesi hâlinde elde edilmesi mümkün olan kaynaklara ilişkin maliyetler söz konusu olmaktadır<sup>342</sup>. Belirtilen türden maliyetler kamuyu aydınlatmanın *alternatif maliyetini* oluşturmaktadır.

(d) Kamuyu aydınlatmanın gizliliği belli oranda ortadan kaldırmasının rakiplere sağladığı bilgiler, ilkenin dolaylı maliyetleri arasında gösterilmektedir<sup>343</sup>. Bu konuya aşağıda ticari sırlara ilişkin bölümde ayrıca değinilecektir<sup>344</sup>. Ancak, şimdiden belirtelim ki, şirketin gizli kalması şirkete daha fazla ekonomik yarar sağlayacak birtakım ticari faaliyetlere ilişkin bilgilerin ve iş usullerinin kamuyu aydınlatma ilkesi yüzünden ortaya çıkması muhtemel olmaktadır. Ayrıca rakiplerin kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi olmadığı hâllerde bilginin kamuya sunulması konusunda bir eşitsizlik meydana gelmesi kaçınılmazdır<sup>345</sup>. Bu türden maliyetler bütünü *rekabette dezavantaj maliyeti* olarak adlandırmak mümkündür.

(e) Kamuyu aydınlatmanın bir diğer dolaylı maliyetinin ise özellikle hukuk sistemlerinin içerdiği kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin yoğun ve sıkı olması hâlinde söz konusu olacağı ifade edilmektedir. Bu durum kuşkusuz şirketlerin kamuyu aydınlatmaya ayıracağı zamanı artırarak bir maliyet yaratmaktadır. Bunun yanında bilgi yoğunluğu fazla olduğunda bu durumun yatırımcıların gerçekten önem taşıyan bilgilerin

---

<sup>340</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 189.

<sup>341</sup> **Enriques/Gilotta**, s. 513.

<sup>342</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 77. Yazarın gönüllü kamuyu aydınlatma için somutlaştırdığı bu maliyetler aynı zamanda zorunlu kamuyu aydınlatma açısından da geçerlidir.

<sup>343</sup> **Easterbrook/Fischel**, s. 708.

<sup>344</sup> Bkz. Birinci Bölüm-X-4-“Ticari Sırrın Korunması”.

<sup>345</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 196.

seçilebilmesi konusunda yapacağı incelemeleri uzatacağı ve belirli bir *zaman maliyeti* yaratacağı kabul edilmektedir<sup>346</sup>.

(f) Kamuyu aydınlatma ilkesi, inceleme konumuz olan hukuki sorumluluğu beraberinde getirdiğinden şirketler bu alanda dava tehdidiyle karşı karşıyadır. Dolayısıyla ilkenin bir *hukuki sorumluluk maliyeti* doğurduğunda da şüphe yoktur.

Kamuyu aydınlatmanın sınırları açısından ise fonksiyonel sınırlar inceleme konusu yapılabilir. Bu noktada, ilkenin yatırımcıların korunmasında birtakım yetersizlikleri ve tehlikeleri içinde barındırdığı ifade edilmektedir. Kamuyu aydınlatma ilkesi bağlamında sunulan bilgilerin piyasadaki bütün yatırımcılar tarafından aynı düzeyde yorumlanamayacağı bir diğer eleştiri noktasını oluşturmaktadır<sup>347</sup>. Gerçekten, yatırımcıların kamuyu aydınlatma çerçevesinde sunulan bütün bilgileri dikkate almaları ve doğru algılayabilmeleri mümkün değildir. Bu bağlamda, bilgi paylaşımının yatırımcıları daha iyi yatırım kararları almaya ve daha fazla korumaya yetecek kusursuz bir araç olmadığı ve daha fazla aydınlatmanın her zaman daha rasyonel kararlar ve daha fazla koruma anlamına gelmediği dile getirilmektedir<sup>348</sup>.

Bu noktada, aşırı aydınlatma yaklaşımının (*information overload*) sakıncaları üzerinde de durulmalıdır. Kamuyu aydınlatmanın yoğunluğunda aşırıya kaçılması şirketleri bezdirici bir etki doğurmasının yanı sıra yatırımcıları fazla miktarda bilgiye maruz bırakarak gerçekten değer taşıyan bilgilerin esas alınmasını güçleştirir. Kamuyu aydınlatma ilkesinin uygulanmasında daha fazla aydınlatmanın daha azına görece her zaman daha iyi olduğuna yönelik bir varsayım söz konusu olsa da, yatırımcıların her zaman rasyonel davranmadıkları bir gerçektir<sup>349</sup>. Hal böyle iken bir de karar alıcılara aşırı bilgi yüklemesi yapılmasının bu kişileri daha az bilgi bulunsaydı yapılacak tercihten daha kötü seçimlere götüreceği yönünde tezler söz konusudur<sup>350</sup>. Bu bağlamda, *Paredes*'in bu konuda ses getiren çalışması, *Brandeis*'in güneş ışınlarının en iyi dezenfektan olduğuna yönelik meşhur benzetmesine<sup>351</sup> de atıfla, güneş ışınlarının dezenfektan olmasının yanı sıra bazen körleştirici olabileceğini ortaya koymuştur<sup>352</sup>. Bu çalışmada, fazla bilgi

---

<sup>346</sup> Easterbrook/Fischel, s. 709.

<sup>347</sup> Küçüksözen, s. 15, 16; Sayar, Banka Yatırımcılarının Korunması, s. 73.

<sup>348</sup> De Jong/Arons, s. 251.

<sup>349</sup> Paredes, s. 418.

<sup>350</sup> Paredes, s. 419.

<sup>351</sup> “Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman” (Brandeis, L. D.: Other People’s Money and How the Bankers Use It, New York 1914, s. 92).

<sup>352</sup> Paredes, s. 417-485.



sunumunun az olan bilgiden daha iyi olduğuna yönelik varsayımın bilginin nasıl kullanılacağını görmezden gelmesi dolayısıyla yetersiz ve kamuyu aydınlatma sisteminin etkinliğine hizmet etmemesi dolayısıyla da amaca uygun olmayan ve hatta zarar verici olabildiği savunulmuştur.

Son olarak, hukuki sorumluluk açısından sermaye piyasası aracı ihracının söz konusu olmadığı hâllerde kamuyu aydınlatmadan hukuki sorumluluğun doğmaması gerektiğine yönelik görüşler de mevcuttur<sup>353</sup>. Bu kapsamda, ikinci el piyasada adil olmayan fiyat oluşumu ve risklere karşı yatırımcıların korunması açısından kamuyu aydınlatmaya ve sorumluluk düzenlemelerine gerek olmadığı savunulmaktadır.

### 3- Değerlendirme

Kamuyu aydınlatmanın yarattığı maliyetler, ilkenin kapsamındaki şirketler için önemli bir külfet haline gelebilmektedir. Birtakım maliyetlerin şirket büyüklüğünden bağımsız şekilde sabit olması da özellikle küçük ölçekli şirketler için maliyetlerin görece daha yüksek oranda olmasına yol açmaktadır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden bir kısmının hazırlanmasına değişik disiplinlerden profesyonellerin iştirakinin zorunlu olması bu maliyetleri daha da artırmaktadır. Bununla birlikte, kamuyu aydınlatmanın bilgiyi yayma maliyetleri ile yukarıda belirtilen türde rekabet gücünün azalması, zaman ve hukuki sorumluluk maliyetlerinin söz konusu olduğu bir gerçektir. Bu noktada, zorunlu kamuyu aydınlatmanın beraberinde getirdiği maliyetlere rağmen ilkenin işlevlerinin o maliyetlere katlanmaya değer olup olmadığının tespiti gerekir. Bu konuda nesnel rakamlarla fayda-maliyet analizi yapılması kapsamlı iktisadi analiz ve araştırmaları gerektirir. Yalnız, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sağlanan bilgilerin daha iyi karar alma süreçleri doğurması ekonomik bir değer taşıdığından piyasa katılımcıları da kendilerine yansıtılması muhtemel maliyetlere katlanmaya gönüllü olabilir<sup>354</sup>. Şirketler hukuku düzenlemelerinin doğurduğu maliyetleri ön plana çıkaran baskı grupları kamuyu aydınlatmanın maliyetlerini gündeme getirse de, tercihler ve düzenleme politikası, çıkar odaklı baskı grupları ile kamu yararı arasındaki seçime göre belirlenir. Ayrıca belirtelim ki, kamuyu aydınlatma maliyetlerinin bir kısmı gelişen bilgi ve iletişim teknolojileri ile azalmaktadır. Bilgiyi yayma giderleri gelişen teknolojik olanaklar neticesinde düşmektedir. Bilginin oluşturulması süreçlerine ilişkin maliyetler

<sup>353</sup> **Fox**, Disclosure Liability, s. 907, 908.

<sup>354</sup> **Baskıcı, M.:** Bilgi Ekonomisinin Bazı Kavramları: Güvende Aldatma ve Aleyhte Seçim Üzerine Bir İnceleme, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Tartışma Metinleri, No:27, Ankara 2000, s. 6, 7 (<http://politics.ankara.edu.tr/dergi/tartisma/2000/bilgi-ekonomisi.pdf>); **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 45.

ise temelde varlığını korumakla birlikte, bilgi teknolojilerindeki gelişmeler en azından zaman tasarrufu sağlayıcı niteliktedir.

Kamuyu aydınlatmanın muhatapları açısından bakıldığında ise karar alıcıların kendilerine sunulan bütün bilgilere vâkıf olabilmeleri ve öğrendiklerini doğru algılayabilmeleri gerçekten her zaman mümkün değildir. Yine, bilgi her durumda rasyonel karara götürmeyebilir. Ancak, kamuyu aydınlatma zorunluluğunun ortaya çıktığı 1800’lü yılların ortalarından günümüze kadar edinilen tecrübeler, yatırım kararlarının bilgilendirilmiş şekilde alınmasının piyasa fonksiyonlarının korunması için eldeki en iyi alternatif olduğunu ortaya koymaktadır. Piyasada oluşan aksaklıklar ile dürüstlüğe aykırı işlem ve eylemlerin devletin bu piyasaya müdahale gerekliliğini kaçınılmaz kıldığı noktada bilgilendirilmiş yatırım kararı imkânının sağlanmasıyla piyasa gözetim ve denetim altında tutulmaktadır. Gelişmiş piyasa ve ekonomiler, devlet müdahalesinin ne ölçüde olması gerektiğine ilişkin iyi şekilde biçimlendirilmiş, ekonomik gelişim ve yenilikçiliği baskılayıcı nitelikte olmayan hukuk sistemlerine dayanmaktadır<sup>355</sup>. Bu yüzden kamuyu aydınlatma gerekliliklerinin yoğunluk derecesinde de ölçülü olmak gerekmektedir. Şu hâlde, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde maksimum miktarda değil optimum miktarda bilginin sunulması amaçlanmalıdır<sup>356</sup>. Aksi takdirde, hem şirketler hem de yatırımcılar açısından istenmeyen sonuçlar doğar. Şirketlerin çok katı düzenlemelere tabi tutulması kendilerinin yanı sıra ticaret hayatının işleyişine ve piyasa fonksiyonlarına zarar verir. Kamuyu aydınlatmanın bilgi kirliliği yaratacak boyutta olmaması yatırımcı tercihlerinin rasyonalitesi açısından da önem taşır. Bu durumda aşırı kamuyu aydınlatma, ilaçların doz aşımının tehlikeli olduğu gibi kendisinden yararlanan kişilerde zarara yol açar. Ancak, aşırı bilgi sunulması tehlikesi, maddi kamuyu aydınlatma normlarıyla önlenabilir ve sorumluluk hükümleriyle de zararlı etkileri törpülenebilir bir tehlikedir<sup>357</sup>.

Kamuyu aydınlatma konusundaki bir soru işareti de, zorunlu sistem terkedilerek tamamıyla gönüllü kamuyu aydınlatmaya geçilmesinin daha doğru olup olmayacağı noktasındadır. Gerçekten, şirketleri birtakım bilgileri gönüllü olarak paylaşmaya iten çeşitli teşvik edici nedenler bulunmaktadır. Fakat bu sistemin hukuki düzenlemeler çerçevesinde zorunlu olmaktan çıkartılıp tamamıyla gönüllülük esasına terk edilmesi hâlinde piyasa etkinliğinin sağlanabileceğine yönelik açık bir kabul bu zamana kadar

---

<sup>355</sup> Kalss, s. 73.

<sup>356</sup> Kalss, s. 75.

<sup>357</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-c-bb-“Aşırı Bilgi Yükleme”.

ortaya konulamamıştır<sup>358</sup>. Böyle bir durumda şirketlerin ve yöneticilerin bilgi vermeme eğilimleri baskın gelecek ve piyasadaki yatırımcıların bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararı verebilme olanağı yaratılamayacaktır.

Öte yandan, kamuyu aydınlatmaya güvenmenin şirketlere ilişkin önlem alma ve daha sağlam bir hukuk uygulamasına yönelik ihtiyaçları maskeleyebileceği de ileri sürülmektedir<sup>359</sup>. Dolayısıyla şu an için bulunan en iyi çözüm gibi gözükse de, bu alana katkı sağlayacak yeni açılımlara kapalı olmamak gerekir. Bu açıdan son dönemde sermaye piyasası hukuku düzleminde gelişme gösteren ve aşağıda açıklanan<sup>360</sup> tüketicilerin korunması hukukundan yararlanmaya yönelik gelişmeler özel önem taşımaktadır. Ayrıca, sermaye piyasasındaki dezavantajların ortadan kaldırılabilmesi için bilgilendirme kanallarının iyileştirilmesinin yanı sıra yatırımcıların daha bilinçli ve bu alanda eğitilmiş olmasına yönelik proje ve uygulamalar geliştirilmesi yararlı olacaktır.

## **X- KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ İLE BAĞLANTILI KONULAR**

### **1- Yatırımcının Korunması İlkesi**

Yatırımcının korunması, sermaye piyasasına ilişkin düzenlemelerin ve bu alandaki kamusal denetimin temel amaçlarından biridir<sup>361</sup>. Mülga 2499 sayılı SerPK’da “*tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması*” olarak ifade bulan (m. 1) bu amaç, 6362 sayılı SerPK’nın 1. maddesinde “*yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması*” şeklinde dile getirilmiştir<sup>362</sup>. Öte yandan, piyasa fonksiyonlarının korunması için gereken evrensel kabul görmüş özelliklere (adil, rekabetçi, etkin ve şeffaf oluşunun sağlanması ile sistemik riskin azaltılması gibi<sup>363</sup>) ulaşılmasının temel hukuki aracı da yine yatırımcının korunması ilkesini hayata geçiren düzenleme ve uygulamalardır. Bu çerçevede, yatırımcının korunması ilkesinin, yatırımcıların bireysel olarak korunmaları ve sermaye piyasasının fonksiyonlarının korunması şeklinde aynı madalyonun iki ayrı yüzünü

<sup>358</sup> **Brinckmann**, Periodic Disclosure, s. 274.

<sup>359</sup> **Moloney**, s. 298

<sup>360</sup> Bkz. Birinci Bölüm-X-5-“Tüketicilerin Korunması Hukuku”.

<sup>361</sup> Sermaye piyasasına devlet müdahalesinin temel amacının yatırımcıları korumak olduğu hakkında bkz. **Küçüksözen**, s. 21.

<sup>362</sup> Bu tercihe yönelik karşılaştırmalı değerlendirme için bkz. **Karacan**, s. 39-42.

<sup>363</sup> Söz konusu amaçların kendi içerisinde yakın ve sürekli bir ilişki içinde olduğu ve öncelik-sonralık ilişkisi söz konusu olmamakla birlikte anılan amaçların merkezinde yatırımcıların korunmasının bulunduğu hakkında bkz. **Çetin**, s. 2; **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 21.

içerdiği; fakat kanun koyucunun bunlardan birine ya da diğerine geniş ölçüde öncelik verse dahi bu durumun diğerini de geliştireceği ifade edilmektedir<sup>364</sup>.

Ülkelerarası sermaye hareketliliğinin yoğun olduğu günümüz ekonomik düzeninde ekonomik rekabetin kendini gösterdiği alanlardan biri de sermaye piyasalarıdır. Bu alanda yabancı yatırımcıları piyasaya çekebilmek bir hayli önemlidir. Yatırımcıların korunmasına yönelik hükümlere ağırlık verilmesi de yerli ve yabancı sermayenin temininin yanı sıra bu sermayenin piyasada kalmasını sağlar<sup>365</sup>. Nitekim, yatırımcının korunması ilkesi Avrupa Sermaye Piyasası Hukuku'nun da üzerine kurulu olduğu vazgeçilmez bir temel ilke ve hedef olarak görülmektedir<sup>366</sup>.

Yatırımcılar, sahip oldukları fonları kullanarak piyasadan güvenilir koşullarda getiri elde etmeyi amaçlayan kişilerdir. Bu piyasanın bir anlamda kaynağını oluşturan yatırımcıların riskin daha düşük olduğu para piyasası ya da emtia piyasasına değil de sermaye piyasasına yönelmeleri bu piyasaya güven duymalarına bağlıdır. Yatırımcıların korunması; bu güvenin temini ve sürdürülmesi için bir ön koşul niteliğindedir.

Hemen belirtelim ki, yatırımcıların korunması, bu kişilerin, sermaye piyasasındaki yatırımların doğası gereği içerdiği fiyat dalgalanmaları ile pozisyon riskleri gibi ticari ve ekonomik risklerden kaynaklanan zararlardan korunması anlamına gelmez<sup>367</sup>. İlke çerçevesinde yürürlüğe konulan kurallar ve bu alanın yetkili idari otoritesi olan SPK aracılığıyla, yatırımcının yerine geçilerek isabetli yahut isabetsiz yatırım kararı verilmesi değil, tam ve doğru şekilde bilgilendirilmiş yatırım kararının alınabilmesi sağlanmaya çalışılmaktadır. Yatırımcının, risk tercihi kendisine ait olmak üzere, zamanında ve yeterince bilgilendirilmiş şekilde karar alabilmesine imkân sağlanması, yatırımcının korunması ilkesinin temel gerekliliklerinden biridir. Yatırımcının korunması amacı taşıyan düzenlemeler çok çeşitli olmakla beraber, bunlar arasında kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yürürlüğe konulan düzenlemeler diğerlerine görece daha geniş bir hacme sahiptir. Bu bağlamda, her ne kadar belirli eksiklikleri ve yetersizlikleri olsa da, yatırımcıların korunması adına bu zamana kadar ortaya konulmuş en iyi düzenleyici yaklaşımın kamuyu aydınlatma olduğu ifade edilmektedir<sup>368</sup>. ABD menkul

---

<sup>364</sup> Hopt, Die Haftung für Kapitalmarktinformatoren, s. 102.

<sup>365</sup> Easterbrook/Fischel, s. 691.

<sup>366</sup> Brinckmann, Foundations, s. 276.

<sup>367</sup> Özbay, s. 23.

<sup>368</sup> Brinckmann, Foundations, s. 277.

kıymetler hukuku da yatırımcının kamuyu aydınlatma sistemi ile korunması üzerine kurulmuştur<sup>369</sup>.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin yatırımcının korunması ilkesiyle olan ilişkisi, kamuyu aydınlatmanın yatırımcı yönünden işlevlerinden de anlaşılabilir. Kamuyu aydınlatmanın yatırımcılara sağladığı yararlar<sup>370</sup>, yatırımcının korunması ilkesiyle olan bağlantısında da belirleyici olmaktadır. İlkenin yatırımcılara sağladığı yararlar, tekrara düşmemek adına burada yinelenmeyecektir. Ancak, önemle belirtelim ki, her iki ilkenin amaç ve fonksiyonları arasında bir kesişim mevcut olsa da, diğer muhataplar açısından doğurduğu sonuçlar göz önüne alındığında, birebir örtüşmenin söz konusu olmadığı da ortadadır.

İlkeler arasındaki ilişki bir parça somutlaştırılarak şu şekilde ifade edilebilir: Sermaye piyasasında kendi iktisadi tercihlerine göre seçimlerini yapan yatırımcıların korunması bu noktadaki bağımsızlıklarının güvence altına alınmasını gerektirmektedir<sup>371</sup>. Ancak, yatırımcının korunması ilkesi yine de yatırımcının piyasada rasyonel tercihlere yöneldiği düşünülerek makul yatırımcı (*reasonable investor*) tasavvuru üzerine kurulmuştur. Sistem, yatırımcının korunma düzeyindeki eksiklik ve açıklara, bu kişileri daha doğru ve iyi tercihlere yönlerecek bilgilerin sunulması ile karşılık vererek söz konusu kişileri korumaya yönelmiştir (*information paradigm*). Kamuyu aydınlatmanın gereği gibi sağlanması ile bilgide etkinlik sağlanacak ve bu şekilde sermaye piyasası araç fiyatları gerçek duruma uygun ve doğru şekilde belirlenecektir. Bu da rasyonel davranması beklenen yatırımcıyı daha doğru tercihlere yönelterek daha etkin bir piyasa oluşumunu beraberinde getirecektir<sup>372</sup>. Sistem bu esastan hareketle ideal bir düzene yönelik olarak dizayn edilmiş olmakla birlikte, liberal ekonomik düzen, sözleşme özgürlüğü ve özellikle de yatırımcının korunması ilkesi, yatırımcının istediğinde rasyonel olmayan tercihler yapabilme özgürlüğünün de güvence altına alınmasını gerektirmektedir (*Entscheidungsfreiheit*). Yalnız, önemle hatırlatalım ki, yukarıda kamuyu aydınlatmanın dezavantajlarında da belirtildiği gibi, sermaye piyasasındaki bu bilgi paradigması bazı bilimsel çevrelerce eleştirilmekte ve kamuya daha fazla bilgi sunulmasının yatırımcıları

---

<sup>369</sup> Paredes, s. 422.

<sup>370</sup> Bkz. Birinci Bölüm-IX-1-B-a-“Yatırımcılar”.

<sup>371</sup> Yatırımcının korunması ilkesinin üzerine kurulu olduğu ana unsurun yatırımcının sahip olduğu irade özerkliği olduğu savunulmaktadır. Bu görüşe göre, devletin -koruyucu dahi olsa- bu iradeye etki edecek müdahalesi söz konusu olamaz (Brinckmann, Foundations, s. 274).

<sup>372</sup> Brinckmann, Foundations, s. 274, 275.

daha iyi kararlar almaya ve daha fazla korumaya yarayan mükemmel bir araç olmadığı da dile getirilmektedir<sup>373</sup>.

Özetle, kamuyu aydınlatmanın yatırımcının korunmasındaki ana işlevi yatırımcıların bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararı verebilme imkânına kavuşmasıdır. Ayrıca ilke, caydırıcı fonksiyonu çerçevesinde bu alandaki dürüstlüğü aykırı işlem ve eylemleri minimize ederek de yatırımcının korunmasını sağlar. Buna rağmen bir zarar meydana gelirse, sorumluluk hükümleri vasıtasıyla tazminini sağlayan yine kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince getirilmiş düzenlemelerdir. Sonuç olarak, yatırımcıların korunması ilkesi, sermaye piyasasına ilişkin hükümlerde her zaman göz önünde bulundurulması gereken bir ilke iken kamuyu aydınlatma da bağımsız bir ilke olmasının yanı sıra yatırımcıların korunması ilkesine ve bu ilkenin yöneldiği hedeflere hizmet eden merkezi önemi haiz bir hukuki araç olarak görülebilir.

## **2- Pay Sahiplerinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı**

Kamuyu aydınlatma ile değişik noktalarda kesişim hâlinde olan bir diğer konu anonim şirket pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkıdır. Pay sahiplerinin TTK m. 437 çerçevesinde güvence altına alınan hakları bu kişilere; birbirinden bağımsız iki hak olarak genel kurulda yönetim kurulu ve denetçilerden bilgi alma hakkı ile genel kurul dışında belirli belgeleri belirli sınırlar dahilinde inceleme hakkını vermektedir<sup>374</sup>.

Pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı; amaç, muhataplar, konu, kapsam, işlev ve bilginin sunulma şekilleri açısından kamuyu aydınlatma ilkesi ile ilişkilidir. Kamuyu aydınlatma ilkesi ile pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkının benzer ve farklı yönlerinin ortaya konulması kamuyu aydınlatmanın da daha iyi anlaşılmasına hizmet edecektir.

Amaç yönünden bakıldığında, *ilgililerin aydınlatılması* ortak amaç olarak görülebilir. Bu yönüyle her ikisi de kendi yöntemleriyle ve dolaylı şekilde de olsa şirketi daha iyiye götürmeyi amaçlamaktadır. Ancak, farklılık arz eden yön, ilgi çevresinin farklılığına da bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bilgi alma ve inceleme hakkında pay sahibinin bu sıfatından kaynaklı haklarını daha etkin kullanması hedeflenirken kamuyu aydınlatma ilkesinde ise şirketin menfaat sahiplerinin kendilerini ilgilendiren konularda

---

<sup>373</sup> De Jong/Arons, s. 251.

<sup>374</sup> Poroy, R./Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.: Ortaklıklar Hukuku II, 13. Bası, İstanbul 2017, s. 50.

bilgiye erişimlerinin sağlanması arzu edilmektedir<sup>375</sup>. Dolayısıyla belli ölçüde kesişen amaçlar söz konusu olsa da, esasında farklı ihtiyaçlar karşılanmaktadır<sup>376</sup>.

TTK m. 437’de düzenlenen bilgi alma ve inceleme hakkı sadece pay sahiplerine tanınmış iken kamuyu aydınlatma, yukarıda da yer verildiği üzere, şirketin bütün menfaat sahiplerini kapsayan bir muhatap kitlesine sahiptir. Görüleceği üzere, ilgililer farklı olsa da pay sahipleri hem bilgi alma hakkının hem de kamuyu aydınlatma çerçevesinde aydınlatılma hakkının muhatabı olarak ikili bir statüye sahip olmaktadır<sup>377</sup>. Bilgi alma ve inceleme hakkı, pay sahiplerinin şirketin faaliyetleri hakkında aydınlatılması ve ortak sıfatından kaynaklanan haklarının daha bilinçli kullanılmasına katkı sağlanması ile bu çerçevede şirketi hâkimiyeti altında tutan kişilerin kötüye kullanımlarının engellenmesine yöneliktir<sup>378</sup>. Ancak, kamuyu aydınlatmanın işlevleri, yukarıda da açıklandığı üzere, işlevin niteliği ve üzerinde sonuç doğurduğu kişiler açısından daha geniş bir yelpazededir.

Muhatapların niteliği açısından baktığımızda ise kamuyu aydınlatmada muhatapların bilgiye ulaşabilmek için aktif bir çabalarının olması gerekmezken bilgi alma ve inceleme hakkı açısından durum farklıdır. TTK m. 437/1. fıkrasında düzenlenen inceleme hakkında söz konusu belgelerin pay sahiplerinin incelemelerine hazır tutulması gerekliliği dolayısıyla yine pasif bir bilgi alma hakkı söz konusudur<sup>379</sup>. TTK m. 437/2. fıkrası uyarınca genel kurulda bilgi alma hakkında ise pay sahibinin özel talep ve gayretinin gerekli olduğu unutulmamalıdır. Yalnız, muhatapları farklı olsa da, hem kamuyu aydınlatma ilkesinin hem de bilgi alma ve inceleme hakkının muhataplarının kendi arasında herhangi bir ayırım yapılmadan eşit işleme tabi tutulma gerekliliklerinin mevcut olması ortak bir yön olarak karşımıza çıkmaktadır.

Pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkının konu ve kapsamı hem kendi içinde hem de tabiyatıyla kamuyu aydınlatma ilkesi ile farklı şekilde belirlenmiştir. Bilgi alma hakkının konusu yönetim kurulundan şirket işleri, denetçiden ise denetimin yapılma şekli ve sonuçları hakkında bilgi edinme ile çizilmiştir. Pay sahiplerine inceleme hakkı tanınan belgeler ise “finansal tablolar”, “konsolide finansal tablolar”, “yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu”, “denetleme raporları” ve “yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisi”

---

<sup>375</sup> **Kaya**, s. 31, 32.

<sup>376</sup> **Kaya**, s. 21.

<sup>377</sup> **Tekinalp**, Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı, s. 15. Öğretide kamuyu aydınlatmanın pay sahiplerinden ziyade öncelikle diğer ilgililere yönelik olduğu ifade edilse de (**Kaya**, s. 31), bu yönde bir ayırımın doğru ve gerekli olmadığı kanaatindeyiz.

<sup>378</sup> **Kaya**, s. 22; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 50.

<sup>379</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 437.

(TTK m. 437/1)<sup>380</sup> ile şayet pay sahibinin genel kurulda bir sorusu söz konusu olmuşsa “şirketin ticari defterleri ile yazışmalarının ilgili kısımları”dır (TTK m. 437/3). Kamuyu aydınlatmanın kapsamı ise ilgili düzenlemeler çerçevesinde kamuyu aydınlatma belgelerine konu edilen bütün bilgi ve belgelerden oluşmaktadır. Bu yönüyle kamuyu aydınlatma ilkesinin, bilgi alma ve inceleme hakkından farklı ve daha geniş bir kapsamda olduğu rahatlıkla söylenebilir.

TTK m. 437/3. fıkrası uyarınca bilgi verilmesi, sadece, istenilen bilgi verildiği takdirde şirket sırlarının açıklanacağı veya korunması gereken diğer şirket menfaatlerinin tehlikeye girebileceği gerekçesi ile reddedilebilir. Bu düzenlemeye göre söz konusu iki husus bilgi alma hakkının sınırını oluşturmaktadır<sup>381</sup>. Hükümde kapsam dışı olarak belirtilen “*şirket sırları*”, aşağıda da açıklanacağı üzere<sup>382</sup>, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün de sınırlarını oluşturmaktadır. Ancak, “*korunması gereken diğer şirket menfaatleri*”ne ilişkin belirleme kamuyu aydınlatmanın kapsamına göre farklı yorumlara açıktır. Kanunun gerekçesinden, mülga TTK’da mevcut olmayan bu kriterle, şirket işletmesinin, bağlı şirketlerinin, müşteri çevresinin, dağıtım kanalları ve ilişkilerinin kayba uğraması; bir başka deyişle şirket menfaatlerinin zarara uğraması veya bu nitelikte pek de uzak olmayan bir tehlikenin varlığının kastedildiği anlaşılmaktadır<sup>383</sup>. Korunması gereken şirket menfaatlerinin bilgi alma hakkının sınırı olarak kabul edilmesiyle kanun koyucunun bilgi almadan kaynaklanan menfaatler ile şirket menfaatleri arasında bir denge kurmaya yöneldiği sonucuna varılabilir. Kamuyu aydınlatmada ise bu türden bir sınır belirtilmemiştir. Dolayısıyla sunulmasından istisna tutulan bilgiler bilgi alma ve inceleme hakkı açısından geniş yorumlanmaya müsaittir. Ancak, kamuyu aydınlatma açısından da sermaye piyasası mevzuatının çizdiği sınırların belirleyici olduğu unutulmamalıdır.

TTK m. 437/2. fıkrasına göre pay sahiplerinin bilgi alma hakları bağlamında “*Verilecek bilgiler, hesap verme ve dürüstlük ilkeleri bakımından özenli*<sup>384</sup> ve gerçeğe

---

<sup>380</sup> Söz konusu belgelerin sınırlı sayıda olmak üzere belirlendiği hakkında bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 52, 53.

<sup>381</sup> Bunlara ek olarak, dürüstlük kurallarının (TMK m. 2) da bu hakkın sınırını oluşturduğu hakkında bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 52.

<sup>382</sup> Bkz. Birinci Bölüm-X-4-“Ticari Sırrın Korunması”.

<sup>383</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 437.

<sup>384</sup> Kanunun gerekçesinde; TTK m. 437 çerçevesinde verilecek bilgilerin “*özenli*” olmasının, “*baştan savma olmayan, sorunun karşılığı niteliğini taşıyan, ilgisiz konuları içermeyen*” anlamına geldiği belirtilmiştir (Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 437). Hemen belirtelim ki, kanun koyucunun anılan düzenlemedeki ifade şekli doğru olmamıştır. Bilgiyi oluşturan yahut sunan kişiler özenli olabilir; ancak, bilginin kendisinin “*özenli*” olabilmesi mümkün değildir.



uygun<sup>385</sup> olmalıdır”. Anılan hüküm pay sahiplerine sunulacak bilgilerin niteliği bir başka deyişle kalitesi konusunda bir belirleme içermektedir. Kuşkusuz, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sunulacak bilgilerin nitelikleri açısından da bu kriterler geçerlidir. Hükümün gerekçesinde yapılan açıklamalar kamuyu aydınlatma açısından da tamamlayıcı bir referans olarak kullanılmaya elverişlidir.

Bilgilerin sunulması süreçleri açısından da farklılıklar söz konusudur. Şirketin, kamuyu aydınlatma çerçevesinde ve TTK m. 437/1. fıkrasında düzenlenen bilgi verme yükümlülüğünde ilgili mevzuat hükümlerine göre bilgileri zorunlu ve kendiliğinden açıklarken, pay sahibinin genel kurulda kullandığı bilgi alma hakkı bağlamındaki açıklamalar için ise pay sahibinin bireysel talebi gereklidir. Bu noktada, bilgiyi veren taraf açısından da farklılaşma söz konusudur. Kamuyu aydınlatma ilkesi ve TTK m. 437/1. fıkrası bağlamında bilgi sunumu, şirketin ve dolayısıyla şirketin idare ve temsil organı olan yönetim kurulunun yetki ve görev alanındadır. TTK m. 437/2 çerçevesinde bilgi alma hakkında ise yönetim kuruluna ek olarak denetçi de kendisine yöneltilen talebi karşılama zorunluluğu altındadır. Keza kamuyu aydınlatma süreklilik arz eden bir ilke iken bilgi alma ve inceleme hakkının belirli sürelerle bağlı olduğu da unutulmamalıdır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde pay sahibine pasif bilgilendirme imkânı sunulduğu; durağan (*statik*) ve geriye dönük (*retrospektif*) bir bilgi edinme hakkının söz konusu olduğu kabul edilmektedir<sup>386</sup>. *Tekinalp*, kamuyu aydınlatma çerçevesindeki aydınlatılma hakkını pasif ve statik bir hak olarak nitelendirmiş; pay sahiplerinin bilgi alma haklarının ise sorulara dayanmasından hareketle somut konularda derinlere kadar inebilen kapsamlı, dinamik ve aktif bir hak olarak değerlendirmiştir<sup>387</sup>. Kamuyu aydınlatma ile aynı gerekçeyle TTK m. 437/1. fıkrasındaki inceleme hakkı da pasif ve geriye dönük kabul edilebilir<sup>388</sup>. Kamuyu aydınlatma ile elde edilen bilgilerin “statik” olarak nitelendirilmesinin sebebi sorularla geliştirilme ve derinleştirilme olanağının

---

<sup>385</sup> Gerçeğe uygunluk ile ise “*gerçeği aynen yansıtan, doğru, yalan ve aldatıcı olmayan bilgi*”nin kastedildiği vurgulanmıştır (Bkz. TTK Madde Gereççeleri, m. 437).

<sup>386</sup> **Tekinalp**, Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı, s. 15; **Kaya**, s. 22, 30; **Yanlı, V.:** Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri (Uluslararası Konferans, 16-17 Aralık 2008), Ankara 2010, s. 162.

<sup>387</sup> **Tekinalp**, Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı, s. 15. Bilgi alma hakkı için “aktif bir hak” nitelendirmesi yapılsa da, esas itibarıyla aktif ya da pasif olma yönündeki nitelendirme esas alınan süjeye göre değişir. Gerçekten, bilgi alma ve inceleme hakkının kullanımı pay sahibinin aktif çabasına dayanır. Kamuyu aydınlatmada da muhataplar pasif konumda olsa da, bu defa şirketin bilgi sunumunda aktif olması kaçınılmazdır.

<sup>388</sup> **Yanlı**, TTK Tasarısında Kamunun Aydınlatılması, s. 162.

olmamasıdır<sup>389</sup>. Kamuyu aydınlatmanın bu tür sınırları, pay sahiplerinin bireysel bilgi alma hakkının giderdiği ihtiyaçların varlığını korumasına yol açmaktadır<sup>390</sup>. Ayrıca, pay sahiplerinin kamuyu aydınlatma çerçevesinde elde ettikleri statik bilgiyi bilgi alma hakları ile dinamik duruma getirebilmelerinin mümkün olması<sup>391</sup> dolayısıyla en azından pay sahipleri açısından birbirini tamamlayan olanakların bir arada mevcudiyetini koruduğu söylenebilir.

Yalnız, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde elde edilen bilginin artık “geriye dönük” olarak nitelendirilmemesi daha doğru olacaktır<sup>392</sup>. Bu şekilde bir nitelik belirlemesi, kamuyu aydınlatmanın finansal tabloların paylaşılması olarak algılandığı dönemde kavramın ortaya konulması adına önemli bir tespit olduğu söylenebilir. Ancak, kamuyu aydınlatma ilkesinin geldiği noktada, özel durumların kamuya açıklanmasında anlık durumu yansıtan sürekli bir bilgi paylaşımının söz konusu olması ve gelişen teknolojik olanaklarla anlık durumun muhataplara sunulması, bu konuda bir anlayış değişikliğini gerekli kılmaktadır. Ayrıca, geçmişe yönelik bilgilerin yanında şirkete ilişkin tahmin, plan ve beklentiler ile şirketin geleceğine yönelik bilgilerin de ilke kapsamında paylaşılması sayesinde geleceğe yönelik risk ve fırsatların da değerlendirme konusu yapılması ve hatta sorumluluğa yol açması<sup>393</sup> bizi bu sonuca götürmektedir.

Konular arası ilişki açısından kamuyu aydınlatmanın “bilgi alma hakkının modern ortaklıklar sistemindeki karşılığı” olduğu dahi ifade edilmiştir<sup>394</sup>. Yukarıda açıklanan amaç, işlev, konu ve kapsam farklılıkları nedeniyle bu nitelendirmenin isabetli görülebilmesi pek mümkün değildir. Ortaklık sıfatından kaynaklanan bilgi alma ve inceleme hakkı geniş anlamda kamuyu aydınlatma ilkesinin içinde değerlendirilebilir<sup>395</sup>. Bu açıdan kamuyu aydınlatma ilkesi geniş anlamıyla pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme haklarını da kapsamaktadır<sup>396</sup>. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesi bilgi alma ve inceleme hakkına göre kapsamı daha geniş bir prensibi ifade etmektedir. Öte yandan, bilgi alma hakkının daha ziyade halka açık olmayan anonim şirketler için getirilen bir yol olduğu da savunulmuştur<sup>397</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesine tabi olmayan anonim

---

<sup>389</sup> **Tekinalp**, Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı, s. 16.

<sup>390</sup> **Kaya**, s. 21.

<sup>391</sup> **Tekinalp**, Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı, s. 16.

<sup>392</sup> **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 98.

<sup>393</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-e-cc-“Geleceğe Yönelik Değerlendirmelerden Hukuki Sorumluluk”.

<sup>394</sup> **Akbulak**, s. 1823.

<sup>395</sup> **Kaya**, s. 28, 29.

<sup>396</sup> **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 101. *Rüzgâr*’ın, kamuyu aydınlatmanın bilgi alma ve inceleme hakkının bir parçası olduğuna yönelik görüşüne (**Rüzgâr**, s. 853) ise katılabilmeye olanak yoktur.

<sup>397</sup> **Üçışık**, s. 18

şirketlerde bilgi alma hakkının önemi ve işlevlerinin arttığında şüphe yoktur. Ancak, bilgi alma ve inceleme hakkıyla kamuyu aydınlatma ilkesi şirketin halka kapalı ya da halka açık olmasına göre birbirinin yerine geçen hususlar değildir<sup>398</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesine tabi olmayan anonim şirketlerde ise iki kurum arası etkileşim çerçevesinde kamuyu aydınlatmadaki genişleme eğiliminin pay sahiplerinin bilgi alma hakkı çerçevesinde ihtiyaç duyacakları bilgilerin alanını daraltacak ve daha spesifik bilgi arayışı ihtiyacı çerçevesinde daha “rafine” bilgi elde edilmesi imkânına kavuşturacaktır<sup>399</sup>.

### 3- Kurumsal Yönetim İlkeleri

Son yirmi yılda üzerinde çok durulan kurumsal yönetim (*corporate governance*) kavramı, dayandığı temel ilkeler ve bu ilkelere göre oluşturulan temel kurallarla anonim şirketlerin nasıl yönetilmesi gerektiğine ilişkin bir sistemi ifade eder. 1990’lı yıllarda Amerika’da ortaya çıkan bir anlayışın ürünü olan bu kavram, Kıta Avrupası ülkelerinin hukuk düzenlerini de içerir şekilde tüm dünyaya yayılmıştır<sup>400</sup>. İngiltere’de 1992’de yayımlanan ve adını Raporun çalışma grubunun Başkanı *Adrian Cadbury*’den alarak “Cadbury Raporu” (*Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*) olarak anılan Rapor da bu sistemin yaygınlık kazanma ve şirketler hukukunu etkileme sürecinde bir dönüm noktası, bir milad olarak kabul edilmektedir<sup>401</sup>. OECD (*The Organisation for Economic Co-operation and Development*, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü), 1998 yılında kurumsal yönetim ilkeleri belirlemek adına bir çalışma grubu oluşturmuştur. 2000’li yılların başına gelindiğinde, *Enron* ve *Worldcom* gibi finansal skandallar ABD’de kurumsal yönetime dair Sarbanes-Oxley Kanunu’nun (*The Sarbanes-Oxley Act of 2002*) yürürlüğe girmesini sağlamıştır. Sonrasında OECD, 2004 yılında Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni (*OECD Principles of Corporate Governance*) revize ederek yayımlamıştır. Son olarak, OECD Konseyi, 8 Temmuz 2015 tarihinde G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri (*G20/OECD Principles of Corporate Governance*) kabul etmiştir. Bu ilkeler, Antalya’da 15-16 Kasım 2015 tarihinde düzenlenen G20 Liderler Zirvesi’ne sunulmuş ve burada G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak onaylanmıştır.

---

<sup>398</sup> Karşı görüşte **Özbay**, s. 26, 35.

<sup>399</sup> **Kaya**, s. 35.

<sup>400</sup> **Pash**, Kurumsal Yönetim, s. 18 vd.

<sup>401</sup> **Pash**, Kurumsal Yönetim, s. 21, dñn. 41; **Eminoğlu**, s. 6; **Manavgat**, HAAO, s. 148, 152, 153. Bu konuda ayrıca bkz. TTK “Genel Geređesi”, par. 25, 88.

Türkiye’de ilk olarak Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından oluşturulan çalışma grubu “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” başlıklı çalışmayı 2002 yılında kamuoyuna sunmuştur. SPK ise önce 2003’de daha sonra da OECD İlkelerini esas alarak 2005 yılında “Kurumsal Yönetim İlkeleri”ni tavsiye niteliğinde olmak üzere yayımlamıştır. Türk kanun koyucusu, bu süreçte 2011 yılında 654 sayılı KHK’nın<sup>402</sup> ikinci maddesiyle 2499 sayılı mülga SerPK’nın 22. maddesine eklenen z bendi<sup>403</sup> ile SPK’yı bu konuda düzenleme yapmayla yetkilendirmiştir. SPK tarafından 2011 yılında “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ”<sup>404</sup> yayımlanıp yürürlüğe girene kadar uygulanması isteğe bağlı olan Kurumsal Yönetim İlkeleri bu Tebliğ ile birlikte payları borsada işlem gören anonim şirketler için birtakım zorunlulukları beraberinde getirmiş ve aynı zamanda pozitif hukuk kuralı haline gelmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin gösterdiği gelişim göz önünde bulundurularak, 6102 sayılı TTK’nın birçok hükmünde bu ilkeler dikkate alınmıştır<sup>405</sup>. Bu etkinin yanı sıra TTK’nın “Kurumsal yönetim ilkeleri” kenar başlıklı 1529. maddesi ile birlikte halka açık anonim şirketler esas alınarak<sup>406</sup> kurumsal yönetim ilkeleri, şirketin yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının esasları ve şirketlerin bu yönden derecelendirme kural ve

---

<sup>402</sup> “Gümrük ve Ticaret Bakanlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname” (RG. 11.10.2011, S. 28081, mükerrer).

<sup>403</sup> “Sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, yatırım ortamının iyileştirilmesine katkıda bulunmak üzere, borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan halka açıklık oranları, yatırımcı sayısı ve niteliği, dâhil oldukları endeks ve belirli bir zaman dilimindeki işlem yoğunluğunu dikkate alarak belirlemiş olduğu gruplarda yer alanların kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmak, buna ilişkin usul ve esasları belirlemek, getirilen uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemek, dava açmak, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemek”.

<sup>404</sup> RG. 30.12.2011, S. 28158.

<sup>405</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 334, 340, 357, 359, 369, 375, 378, 379, 381, 396, 479, 1529. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun kurumsal yönetim ilkeleri ile ilişkisi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp, Ü.:** Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı, Uğur Alacakaptan’a Armağan, C. II, İstanbul 2008, s. 635 vd.; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), I,** s. 318; **Pahl, A.:** Kurumsal Yönetim, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (08.02.2017), İstanbul 2019, s. 231; **Eminoğlu,** s. 57-339; **Bahtiyar, M.:** Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş, İstanbul 2019, s. 25, 26.

<sup>406</sup> TTK’nın genelinde “pay senetleri borsada işlem gören anonim ortaklık” kavramının ön plana çıkarılmasına rağmen, bu düzenlemede “halka açık anonim ortaklık” kavramının esas alınmış olması öğretide eleştirilmiştir (**Kendigelen, A.:** Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 2. Bası, İstanbul 2012, s. 602).

sonuçlarını belirleme yetkisi SPK'ya verilmiştir<sup>407</sup>. 6362 sayılı yeni SerPK ile birlikte kurumsal yönetim ilkeleri, Kanunun halka açık anonim şirketlere ilişkin bölümünde, SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin yetkileri, ilişkili taraf işlemlerine ilişkin özel usul ve bu usulle bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ilişkisi bağlamında düzenlenmiştir.

SerPK m. 17/2. fıkrası ile SPK'nın payları borsada işlem gören halka açık şirketlerin, niteliklerine göre, kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutma yetkisinin düzenlenmiş olması dikkat çekicidir. 6102 sayılı TTK'nın ve özellikle 6362 sayılı SerPK'nın yürürlüğe girmesiyle birlikte bu Tebliğ üzerinde de değişiklik ihtiyacı ortaya çıkmış ve son olarak “Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1)”<sup>408</sup> yürürlüğe konulmuştur. Her ne kadar bu Tebliğ açısından halka açık anonim şirketlerin kastedildiği (İlgili Tebliğ m. 3/1.f) “ortaklıklar” terimi kullanılarak düzenleme getirilse de, Tebliğin 1. maddesinin ikinci fıkrası göz önünde bulundurulduğunda, ilkelerin bir kısmının uygulanmasının zorunlu tutulduğu şirket tipi SerPK m. 17'ye uygun olarak payları borsada işlem gören anonim şirketlerdir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin kamuyu aydınlatma ile ilişkisine bakıldığında, birtakım ortak yönler ve kesişen amaçlara sahip oldukları görülmektedir:

Her şeyden önce her ikisi de finansal krizler ve skandallar sonrası yapılan iyileştirici sorgulamaların ürünüdür. Bununla birlikte, kurumsal yönetim ilkelerinin ortaya çıkışında önemli bir rol oynayan mülkiyet-kontrol ayrışması, daha önce de değinildiği üzere, kamuyu aydınlatma ihtiyacını doğuran nedenler arasında da yer almaktadır. Söz konusu ilkelerin benzer gerekçelerle ortaya çıkmış olmaları, her ikisinin de yatırımcıların güvenini artırmaya yönelik olmasına sebep olmuştur. Bu açıdan, iki ilke de sermaye piyasası hukukunun yukarıda aktarılan yatırımcının korunması ilkesine hizmet eder ve menfaat sahiplerinin haklarının ihlâlüne engel olmaya yöneliktir.

---

<sup>407</sup> “Günümüzde şirket gruplarının yönetimi açısından giderek gereksinim duyulan ve sıklıkla tartışılan kurumsal yönetim ilkeleri konusunda, Tasarı, yetkili bir kurum belirleme ihtiyacına cevap vermiştir. Kurumsal yönetim konusunda, birçok farklı platformda tartışma yürütülmesinin ve birçok farklı kurum tarafından çalışılmasının, şirketlerin uyması gereken birden çok düzenlemeye yol açmaması amacıyla, bu ilkeleri belirlemek konusunda Sermaye Piyasası Kurulu yetkili kılınmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni halihazırda yayınlamıştır. Tasarının amacı, bu ilkeleri yayınlama yetkisini Kurula kanunen tanıtmaktır” (bkz. TTK Madde Gereklere, m. 1529). Bu düzenleme ile kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesi konusunda SPK'nın tek yetkişi otorite olarak kabul edildiği hakkında bkz. **Özkorkut, K.:** Türk Sermaye Piyasasına Etkileri Yönünden Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda “Denetim”, Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri (Uluslararası Konferans, 16-17 Aralık 2008), Ankara 2010, s. 384.

<sup>408</sup> RG. 03.01.2014, S. 28871.

Kurumsal yönetim ilkeleri temelde yönetim kurulunun yapısına ve faaliyet esaslarına odaklıdır. Bu ilkeler ile bir yönetim felsefesi, bir başka deyişle yönetim modeli<sup>409</sup> ortaya konulmaktadır. Keza, kamuyu aydınlatmanın muhataplarının başında gelen pay sahiplerinin şirket ve dolayısıyla şirket yönetimi ile olan ilişkileri de kurumsal yönetimin ana konularındandır. En yalın ifadeyle anonim şirketleri adil ve iyi yönetime yönlendirici ilke ve esasları ifade eden kurumsal yönetimin; adillik (*fairness*), hesap verilebilirlik (*accountability*), sorumluluk (*responsibility*) ile şeffaflık (*transparency*) olmak üzere dört ana unsurdan oluştuğu kabul edilmektedir<sup>410</sup>. Kurumsal yönetimin unsuru olan şeffaflık ilkesi, kamuyu aydınlatmayla zaman zaman eş anlamlı kullanılsa da, esasen kamuyu aydınlatmanın kurumsal yönetim açısından şeffaflığın tamamlayıcısı olma rolüne sahiptir<sup>411</sup>. Nitekim gerek OECD’nin 2004 ve 2015 tarihli ilkelerinde (*Chapter-V*) gerekse SPK’nın Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin (2) nolu bölümünde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık birlikte düzenlenmiştir.

SPK düzenlemelerinde “kurumsal internet sitesi” ve “yönetim kurulu faaliyet raporu” olmak üzere iki ana konu üzerinde durulduğu görülmektedir. Yine de, Kurumsal Yönetim İlkelerinin kamuyu aydınlatma ile ilişkisini bu iki konu ile sınırlı görmemek gerekir. Her iki ilkenin yukarıda vurgulanan ilişkisi bağlamında kurumsal yönetim ilkelerinin bütününde kamuyu aydınlatma ile ilişkili kurallar yer almaktadır. Gerek OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri gerekse SPK’nın belirlediği ilkeler, kurumsal yönetim ilkesi bağlamında hangi bilgilerin açıklanacağı ve bunların hangi niteliklerde olması gerektiğiyle yakından ilgilenmektedir<sup>412</sup>. İlgili kuralların tek tek açıklanmasının bu başlığın amacını aşacağı aşıkardır. Yeri geldikçe ve bağlantılı olduğu ölçüde çalışmanın ikinci ve üçüncü bölümünde bunlara değinilecektir. İlişkisel düzlemde şunu vurgulamakta yarar vardır ki, gerek OECD’nin yayınladığı ilkelere gerekse SPK’nın kurumsal yönetim ilkelerine göre zorunlu kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetimin bir gereğidir<sup>413</sup>. Ancak, kamuyu aydınlatma ilkesini salt kurumsal yönetim ilkelerinin bir unsuru olarak onun sınırlarına hapsedmek doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Zira zorunlu

<sup>409</sup> **Pash**, Kurumsal Yönetim 2019, s. 226, 227.

<sup>410</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tuzcu, A.:** Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı İMKB-100 Örneği, Ankara 2004, s. 17-25; **Pash**, Kurumsal Yönetim, s. 243 vd.; **Yanlı**, TTK Tasarısında Kamunun Aydınlatılması, s. 159; **Yanlı**, Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 1583, 1584; **İhtiyar**, s. 180, 181, dpn. 61; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, I, s. 318; **Özkorkut**, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 156-159; **Eminoğlu**, s. 14-24; **Sayılğan**, s. 18-20; **Bahtiyar**, s. 24-25.

<sup>411</sup> **Coşkun**, s. 28.

<sup>412</sup> **Pash**, Kurumsal Yönetim, s. 244.

<sup>413</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 189; **İhtiyar**, s. 180, 181, dpn. 61.

kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetim uygulamasından bağımsız bir uygulama alanına sahiptir.

Kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetimin bir unsuru olmasının yanı sıra kurumsal yönetimin yukarıda sayılan diğer unsurlarına da hizmet eder. Şirketin, hesap verilebilirlik ilkesinin egemen olduğu<sup>414</sup>, daha adil ve sorumlu bir yönetim anlayışına sahip olmasında kamuyu aydınlatma ilkesinin sağladığı bilgi akışı işlev görmektedir. Bu yönüyle kurumsal yönetimin tüm gerekliliklerinin yerine getirilmesi de bir anlamda kamuyu aydınlatma ilkesi ile mümkün olmaktadır<sup>415</sup>.

Şirketlerin yönetim ve denetim süreçlerine olan olumlu etkileri kurumsal yönetim ile sürekli kamuyu aydınlatmanın aynı hedeflere yönelen araçlar olduğu vurgusunun yapılmasını sağlamıştır<sup>416</sup>. Öte yandan, kamuyu aydınlatma esaslarının standartlara bağlanmasında kurumsal yönetim ilkeleri ile öngörülen somut kurallar önem taşımaktadır. Keza OECD öncülüğündeki kurumsal yönetim ilkelerinin getirdiği yaklaşımlar SPK'nın finansal raporlama ve özel durumlara ilişkin açıklama esaslarında da kendini göstermiştir. Kurumsal yönetim ilkeleri, kamuyu aydınlatma bağlamında sunulan bilginin güvenilirliğine katkıda bulunmaktadır. Bu yönden kamuyu aydınlatma ile kurumsal yönetim birbirine hizmet eden, birtakım ortak amaç ve fonksiyonlara sahip ilkelerdir. Yalnız, kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik kuralların yaptırım güçlerinin kurumsal yönetim ilkelerine görece daha yüksek olduğu söylenebilir. Kurumsal yönetim ilkelerinin getirdiği standartlar, hem kamuyu aydınlatma uygulamalarında yol göstericidir; hem de kamuyu aydınlatmadan sorumluluğun doğup doğmadığına yönelik yargılamalarda esas alınabilecek objektifleştirilmiş standartlar sunmaktadır.

#### 4- Ticari Sırrın Korunması

Sır, “*varlığı veya bazı yönleri açığa vurulmak istenmeyen, gizli kalan, gizli tutulan şey*” anlamını taşır<sup>417</sup>. Sır kavramına, mevzuatımızda “sır saklama yükümlülüğü” bağlamında bilhassa bazı mesleki düzenlemelerde yer verilmiştir<sup>418</sup>. Ticari sır ise

---

<sup>414</sup> Finansal raporlama ile kamuyu aydınlatmanın hesap verilebilirlik unsurunun hayata geçirilebilmesine hizmet ettiği hakkında bkz. **Pamukçu, F.:** Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2011/Nisan, s. 138.

<sup>415</sup> Kurumsal yönetim derecelendirmelerinde en yüksek ağırlığın “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” unsurunda olduğu hakkında bkz. **Pamukçu,** s. 144.

<sup>416</sup> **Paslı,** Kurumsal Yönetim, s. 252, dpn. 358.

<sup>417</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü (www.tdk.gov.tr).

<sup>418</sup> Avukatlık Kanunu m. 36 avukatların, Tıbbi Deontoloji Nizamnamesi m. 4 hekimlerin, Noterlik Kanunu m. 54 noterlerin, Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik ve Yeminli Mali Müşavirlik Kanunu m. 43 serbest

TTK'nın değişik maddelerinde rastlanılmaktadır<sup>419</sup>. Türk Ceza Kanununun (TCK) 239. maddesinde sıfat ya da görevi, meslek veya sanatı gereği vakıf olduğu ticari sır, bankacılık sırrı yahut müşteri sırrı niteliğindeki bilgi veya belgeleri yetkisiz kişilere verme ile ifşa etme suçu düzenlenmiştir. Nihayet, aşağıda ayrıca değinilecek olan Bilgi Edinme Hakkı Kanununun 23. maddesinde de bu Kanunun kapsamının dışında tutulması sebebiyle ticari sır kavramına değinilmiştir.

Ne var ki, bu düzenlemelerde “ticari sır” kavramının tanımına yer verilmemiştir<sup>420</sup>. “Ticari” nitelendirmesinin ticaretle uğraşanlara ve ticaret hayatına ilişkin hususlara yollama yaptığı açıktır. Bu çerçevede, ticari sır, en genel ifadeyle, gerçek ve tüzel kişi tacirlerin ticari işletmeleri ile ilgili sır niteliğindeki bilgiler olarak düşünülebilir<sup>421</sup>. Şirketlerin hukuki işlem yaptığı kişilere ilişkin bilgilere yönelik olan müşteri sırları da ticari sırrın kapsamında değerlendirilmektedir<sup>422</sup>. Ancak, hangi bilgilerin sır niteliğinde sayılması gerektiğini belirleyebilmek oldukça güçtür. Ticari nitelikte bir bilginin sır olarak kabulü için öğretide sır tutma iradesi, gizli olma (rakipler başta olmak üzere üçüncü kişiler tarafından bilinmeme şartı), ekonomik bir değere sahip

---

muhasebeci mali müşavir ve yeminli mali müşavirlerin, görevleri dolayısıyla öğrendikleri sır niteliğindeki bilgileri açıklayamayacaklarını düzenlemiştir.

<sup>419</sup> TTK'nın haksız rekabete ilişkin hükümlerinde “üretim ve iş sırları”na (m. 55/1.b.3; 55/1.d), anonim şirketlere ilişkin hükümleri arasında ise pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkının istisnası olarak “şirket sırrı”na (m. 437/3), “denetçinin sır saklama yükümlülüğü”ne (m. 404), “özel denetçinin sır saklama yükümlülüğü”ne (TTK m. 441), görevi dolayısıyla incelemesine sunulan defter ve belgeleri inceleyen kişilerin elde ettikleri veya verilen bilgilerden öğrendikleri “iş ve işletme sırlarını açıklama yasağı”na (TTK m. 527) yer verilmiştir.

<sup>420</sup> Pozitif hukuka dahil olmasa da, ticari sır kavramının algılanabilmesi için bir dönem yürürlüğe konulması gündeme gelen “Ticarî Sır, Banka Sırrı ve Müşteri Sırrı Hakkında Kanun Tasarısı”nın ticari sır kavramına bakış açısından yararlanılabilir. Tasarı’ya göre ticari sır, “*Bir ticarî işletme veya şirketin faaliyet alanı ile ilgili yalnızca belirli sayıdaki mensupları ve diğer görevlileri tarafından bilinen, elde edilebilen, özellikle rakipleri tarafından öğrenilmesi hâlinde zarar görme ihtimali bulunan ve üçüncü kişilere ve kamuya açıklanmaması gereken, işletme ve şirketin ekonomik hayattaki başarı ve verimliliği için büyük önemi bulunan; iç kuruluş yapısı ve organizasyonu, malî, iktisadî, kredi ve nakit durum, araştırma ve geliştirme çalışmaları, faaliyet stratejisi, hammadde kaynakları, imalatının teknik özellikleri, fiyatlandırma politikaları, pazarlama taktikleri ve masrafları, pazar payları, toptancı ve perakendeci müşteri potansiyeli ve ağırları izne tâbi veya tâbi olmayan sözleşme bağlantılarına ilişkin veya bu gibi bilgi ve belgeleri*” ifade eder (m. 2/1).

<sup>421</sup> Ticari sırların; ticari işletmeler, şirketler, ve sermaye piyasasında faaliyette bulunan kurumların sırlarını kapsadığı hakkında bkz. **Turanboy, A.:** Ticari Sır, Prof. Dr. Tuğrul Ansay’a Armağan, Ankara 2006, s. 360; **Gürbüz Usluel, A. E.:** Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticarî Sırrın Korunması, İstanbul 2009, s. 54.

<sup>422</sup> **Turanboy,** Ticari Sır, s. 349. Müşteri sırrının önemi özellikle güven kuruluşu olarak nitelenen bankalar açısından ön plana çıkmaktadır (bkz. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 73).



olma ve kullanılma gibi özellikler ortaya konulmuştur<sup>423</sup>. Ayrıca, ticari sırların anlamını belirlemek adına yararlanılabilecek bir açıklama TTK'nın pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme haklarına ilişkin 437. maddesinin gerekçesinde yer almaktadır. Gerekçede, uygulamayı dondurmamak veya genişletmemek amacıyla tanım vermekten kaçınıldığı fakat şirket sırrının “*rakip bir şirketin peşinde olabileceği bilgi ölçüsünün esas alınabileceği*” ifade edilmiştir. Tersinden bir yorumla da, rakiplerin ulaşabileceği, çeşitli kaynaklar aracılığıyla elde edebileceği, verileri ve bilgileri kullanarak yorumlama yahut değerlendirme ile çıkarabileceği bilgilerin sır olarak kabul edilemeyeceği belirtilmiştir<sup>424</sup>.

Ticari sırrın tanımlandığı veya sınırlarının belirtildiği yahut sayma yoluyla ortaya konulduğu açık bir düzenleme bulunmaması nedeniyle her somut bilginin sır niteliğinde olup olmadığı, öğretide ortaya konulan kriterler çerçevesinde somut olayın koşullarına göre belirlenecektir<sup>425</sup>. Ticari sırların tanımlanması yahut somutlaştırılması gerektiği düşünülebilecek ise de, uygulamada bunu gerçekleştirebilmek kolay ve doğru değildir<sup>426</sup>.

Konumuz özelinde önem taşıyan husus, ticari sırrın kamuyu aydınlatma ile bağlantısıdır. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma ilkesi ile ticari sır arasındaki karşılıklı ilişkinin ne şekilde olduğu belirlenmelidir. Şirkete ait bilgilerin kamuya açıklanması zorunluluğunun ticari sırlar açısından da geçerli olup olmadığı sorusuna verilecek cevap, bu tür bilgilerin açıklanmaması hâlinde kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğun doğup doğmayacağına etki edecektir<sup>427</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesinde şirkete ait belirli bilgilerin paylaşılması esastır ve bu paylaşım kanun koyucunun ve yetkili idari otoritenin belirlediği çerçevede olmaktadır. Bu çerçevenin bir sınırını da ticari sırrın oluşturduğu kabul edilmektedir<sup>428</sup>. Bu istisnanın temelinde yatan hususlardan biri kamuyu aydınlatıcı bilgiler sunulurken şirketlerin rakiplerinin belirli önemli ticari sırlarına ulaşma imkânına

---

<sup>423</sup> **Bilge, M. E.:** Ticari Sırların Korunması, 2. Baskı, Ankara 2005, s. 19-32; **Gülbüz Usluel**, s. 29-43; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 58.

<sup>424</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 437.

<sup>425</sup> **Gülbüz Usluel**, s. 21; **Üçışık**, s. 12. *Üçışık*, örnek olarak bir şirketin hammadde kaynakları, bunların yeterli olup olmadığı, diğer şirketlerle olan rekabet gücünün ticari sır sayılamayacağını; ancak kimya endüstrisindeki bir formülün sır olarak değerlendirebileceğini ifade etmiştir.

<sup>426</sup> **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 58.

<sup>427</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-d-“Eksiklik”.

<sup>428</sup> **Kaya**, s. 16; **Gülbüz Usluel**, s. 199, 200; **Rüzgâr**, s. 845.

Ticari sırrın, kurumsal yönetim çerçevesindeki kamuyu aydınlatma zorunluluğunun ve şeffaflık ilkesinin de kapsamının dışında olduğu savunulmaktadır (**Tekinalp**, Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı, s. 17; **Yanlı**, Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 1584; **Apak, S./Taşçıyan, K. H.:** Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türkiye Uygulaması, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2011, s. 76-83; **Eminoğlu**, s. 44; **Memiş/Turan**, s. 41).

ulaşması tehlikesinin varlığıdır. Şirketler bu türden bilgilerin rakipler tarafından elde edilmesini istemediklerinden söz konusu bilgileri saklama yoluna giderler<sup>429</sup>. Ticari sırların kamuyu aydınlatmanın kapsamının dışında bırakılmasına yol açan da bu eğilimin kaçınılmazlığı ve şirketin ekonomik menfaatleri ile ticaret hayatının devamlılığının korunabilmesi adına belli ölçüde gerekli olduğunun kabulüdür.

Söz konusu belirlemeyi destekleyecek normatif bir dayanak olarak SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)" m. 8/4. fıkrasında yer verilen *"Faaliyet raporlarında açıklanacak bilgilerden ticari sır niteliğinde olanlara, ticari sır niteliğini korudukları süre boyunca faaliyet raporlarında yer verilmeyebilir; söz konusu bilgiler ticari sır niteliğini kaybettikleri tarihten sonraki ilk faaliyet raporlarında açıklanır."* hükmü gösterilebilir. Anılan düzenlemeyle ticari sırların faaliyet raporlarında gösterilmeyebileceği açıkça düzenlenerek bu tür bilgilerin paylaşılmamasının bu düzenlemeye aykırı olmadığı ifade edilmiştir. Yalnız, yönetim kurulunun bu yetkiyi geniş algılamaması ve ticari bakımdan önem taşıyan her konuyu sır olarak değerlendirmemesi gerekir<sup>430</sup>. Bununla birlikte, SPK'nın Kurumsal Yönetim Tebliğinin m. 10/3.c bendi ile Tebliğe ekli 1.3.5 ile 3.4.4 numaralı İlkelerin kapsamındaki hâllerden ticari sırların açıkça istisna tutulması da aynı eğilimi ortaya koymaktadır. Ayrıca, TTK'nın bilgi verilmesi hâlinde şirket sırlarının açıklanmış olacağı hâllerde pay sahiplerinin bilgi alma taleplerinin reddedilebileceğini düzenleyen 437. maddesinin üçüncü fıkrası da kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin öğretideki bu kabulün yerindeliğini doğrulamaktadır.

Kamuyu aydınlatma ile ticari sır ilişkisine karşılıklı etkileşim açısından bakıldığında ise her iki kavramın birbirini belirli ölçüde etkilediği görülmektedir. Gerçekten, bir yandan ticari sırlar kamuyu aydınlatmanın sınırlarını ortaya koyarken öte yandan kamuyu aydınlatma ilkesinin gelişme göstermesi ticari sırların alanını daraltmaktadır<sup>431</sup>. Düzenleme yapanların, yukarıda anılan hükümlerde olduğu gibi belirli ölçüde ticari sırları kapsam dışı bıraktığı görülmekle birlikte, kamuyu aydınlatma ile ilgili düzenlemelerle açıklanması emredilen bilgilerin bir kısmı esasen ticari sır olarak kabul

---

<sup>429</sup> Easterbrook/Fischel, s. 674.

<sup>430</sup> Manavgat, HAAO, s. 203, 204.

<sup>431</sup> Gürbüz Usluel, s. 188, 199, 200. Örneğin, halka açık bankaların banka sırrının daha dar yorumlanması ve sermaye piyasası mevzuatının kamuyu aydınlatma hükümlerine uyumlarının sağlanması gerektiği ifade olunmaktadır (Turanboy, Halka Açık Banka, s. 81, 119, 120; Tanör, Kamunun Aydınlatılması, s. 689-692; Or, Z.: Bankaların Halka Açılması ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü: Hukuksal Bir Bakış Açısı, Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi 2011, C. 3, No:1, s. 47).

edilebilecek hususlar olabilmektedir<sup>432</sup>. Bu tarz durumlarda artık ilgili husus kamuyu aydınlatma gerekliliklerinin sınırları içerisinde alınmış olmaktadır. Şu hâlde, bu türden bilgilerin açıklanmasından kaçınılması hâlinde hukuki sorumluluğun doğup doğmayacağı da belirlenmelidir<sup>433</sup>. Kanun koyucuya ve düzenleyici idari otoriteye düşen ise hukuki düzenlemelerle ticari sırrın sınırlarını mümkün olabildiğince ihlâl etmemektir. Zira ölçüsüz şekilde kamuyu aydınlatmaya ağırlık verilmesi, şirketlerin ticari sırlarının ifşa olması riskini; ticari sırlara ağırlık verilmesi ise ilkeyi işlevsizleştirme ve kamuyu aydınlatma muhataplarının zarara uğraması risklerini beraberinde getirir.

## 5- Tüketicilerin Korunması Hukuku

Kamuyu aydınlatma ilkesi önemli fonksiyonları icra etse de, yatırımcıların ve sermaye piyasasının korunmasındaki yegâne araç değildir. İlkenin eksik ve aksayan yönleri yatırımcıları koruyucu nitelikte başka araçlara da ihtiyaç duyulması sonucunu doğurmuştur. Yatırımcıların tüketicinin korunmasına ilişkin düzenlemelerden yararlanıp yararlanamayacakları tartışması ve bu soruya verilen yanıtlar esasen kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümlerin yatırımcıyı korumaya tamamen yeterli olmadığı hususuyla ilişkilendirilmektedir<sup>434</sup>. Yukarıda açıklanan bilgi paradigmasına yöneltile eleştiriler çerçevesinde önerilen tedbirler, sermaye piyasasında tüketici hukukundan yararlanılıp yararlanılamayacağı, bir başka deyişle tüketicinin korunması ilkesine bu alanda başvurulup başvurulamayacağı sorusunu gündeme getirmiştir<sup>435</sup>.

Yatırımcıların tüketiciler gibi korunması eğilimi, 2008 krizi sonrasındaki arayışların sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bu bakış açısında, yatırımcılar tüketici, yatırım araçları da tüketim malları gibi değerlendirilmektedir<sup>436</sup>. Finansal kuruluşlardan yatırım hizmetleri alan yatırımcıların işlevsel sınıflandırmasında finansal kuruluşlara karşı olan sıfatları sebebiyle “müşteri” olarak görülmesi<sup>437</sup> çerçevesinde bu kişileri tüketici olarak

---

<sup>432</sup> Mülga Özel Durumlar Tebliğinde açıklanması öngörülen birtakım hususların esas itibarıyla ticari sır niteliğinde olduğu değerlendirilmesi hakkında bkz. **Gürbüz Usluel**, s. 199-201.

<sup>433</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-d-“Eksiklik”.

<sup>434</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Üzeler, R. S.**: Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara 2014, s. 20 vd.; **Özer**, s. 49.

<sup>435</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 276, 277.

<sup>436</sup> **Üzeler**, s. 26, 27.

<sup>437</sup> Yatırımcı kavramının işlevsel açıdan analizi ve sınıflandırması için bkz. **Çetin**, s. 5-9. 6362 sayılı SerPK’da “müşteri” kategorileri ayrımı ve düzenlemesi yapılmasının yerinde bir tercih olabileceği hakkında bkz. **Tekinalp/Çamoğlu**, s. 12-14.

görmeye yönelik yaklaşım son dönemde güçlenmektedir<sup>438</sup>. ABD’de 2008 krizi sonrasında yürürlüğe konulan “Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicinin Korunması Kanunu” (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) bu konuda başlangıç noktasını oluşturmuştur. Anılan Kanun finansal sistemde hesap verilebilirlik ve şeffaflığı artırarak aldatici finansal uygulamalara karşı tüketicilerin korunmasına yöneliktir. OECD çatısında oluşturulan ve G-20 tarafından 2011’de kabul edilen “Finansal Tüketicinin Korunmasına Yönelik Üst Düzey İlkeler” (*G20 High-Level Principles on Financial Consumer Protection*) ile Dünya Bankası’nca ilk defa 2012’de yayınlanan ve daha sonra 2017’de güncellenen “Finansal Tüketicinin Korunmasında İyi Uygulamalar” (*Good Practices for Financial Consumer Protection*) ve son olarak 2018’de kabul edilen “Dijital Çağda Finansal Tüketiciyi Koruma Yaklaşımları” (*Financial Consumer Protection Approaches in the Digital Age*) bu alandaki tetikleyici uluslararası düzenlemelerdir. AB düzeyinde ise MiFID II olarak anılan 2014/65/EU sayılı Finansal Araç Piyasaları Direktifi (*Markets in Financial Instruments Directive*)<sup>439</sup> ile MiFIR olarak anılan Finansal Araç Piyasaları Tüzüğü (*Markets in Financial Instruments Regulation*)<sup>440</sup> bu alanda düzenlemeler getirmiştir.

İki alanı birbirine yakınlaştıran da, düzenleme yapanlar tarafından tüketicilerin korunmaları gerekliliğini yaratan olgularla yatırımcıların korunmalarını gerektiren olguların paralellik arz ettiğinin farkedilmesidir. Gerçekten, tüketicilerin zayıf konumları ve bilgiye erişmekte yaşadıkları güçlükler ile bu durumun yarattığı bilgi ve tecrübe eksiklikleri dolayısıyla korunmaları gerekirken, bu hususlar aynı zamanda yatırımcıların korunmasının altında yatan nedenleri de oluşturmaktadır. Keza asimetrik bilgi problemi de sermaye piyasasında olduğu gibi tüketici hukukunun da temel sorunlarındanıdır<sup>441</sup>. Öte yandan, tüketicilerin korunma şekli ile yatırımcıların korunmasında birtakım farklılıklar olduğu dile getirilmektedir. Tüketicilerin korunmasında onların bilgi, tecrübe ile sosyal ve ekonomik durumları arasındaki fark gözetiilmeden eşit düzeyde koruma sağlanırken; sermaye piyasası yatırımcılarının bilgi düzeyi, ekonomik durumları ve işlem

---

<sup>438</sup> Çetin, s. 8.

<sup>439</sup> “Directive 2014/65/EU of The European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU” (OJ. 12.06.2014, L. 173/349).

<sup>440</sup> “Regulation (EU) No 600/2014 of The European Parliament and of The Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Regulation (EU) No 648/2012” (OJ. 12.06.2014, L. 173/84).

<sup>441</sup> Kalss, s. 72.

tecrübelerine dayalı farklı esaslarla korundukları ifade olunmaktadır<sup>442</sup>. Yatırımcılar arası normatif ayrımlar<sup>443</sup> ve farklı yatırımcı tiplerine yönelik farklılaşan esaslar dolayısıyla bu tespitin kuşkusuz belirli bir doğruluk payı bulunmaktadır. Yalnız, bunun mutlak bir yargı olarak değerlendirilmemesinde yarar vardır. Zira yatırımcıların TTK ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde asgari düzeyde korunmalarına ilişkin normların bir kısmı yatırımcılar arası bir fark gözetmeksizin uygulama bulduğundan, konu bu yönüyle yine tüketicilerin korunma şekline benzerlik arz etmektedir.

Pozitif hukukumuzda yatırımcıların tüketici niteliğinde olduklarına ilişkin açık normatif bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak, yapılan bazı çalışmalar ve yürürlüğe konulan düzenlemeler sermaye piyasasında daha müdahaleci bir anlayış çerçevesinde tüketicinin korunması felsefesini yansıtmaktadır<sup>444</sup>. Devletin koruyucu bir fonksiyon icrası (*Governmental Paternalism, Vater Staat*) bu tür ilişkilerde önemli yararları beraberinde getirmektedir. Türk hukukunda da son dönemde bu konuda ABD ve Avrupa ile uluslararası örgütler bünyesindeki gelişmelere paralel olarak belirli çalışmalar yapıldığını belirtmekte yarar vardır. 637 sayılı KHK<sup>445</sup> ile 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanuna eklenen madde ile kurulan “Finansal İstikrar Komitesi”nin hazırlamış olduğu “Finansal Erişim, Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları” 2014/10 sayılı Başbakanlık Genelgesi ile yürürlüğe konulmuştur<sup>446</sup>. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) “Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planı Arka Plan Belgesi” yayımlanmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde finansal tüketici (*financial consumer*) hukuki bir kavram haline gelmiştir.

---

<sup>442</sup> Özer, s. 41.

<sup>443</sup> Hukukumuzda SPK, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin icrası esnasında yatırımcılara sağlanacak korumanın belirlenmesi amacıyla yatırımcıları sınıflandırmaya yetkilidir (SerPK m. 45/4). Yatırımcıların sınıflandırılma esasları yukarıda da değinilen “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)”nde düzenlenmiştir (RG. 28.06.2013, S. 28691). Anılan Tebliğe göre; bireysel yatırımcı (*Privatanleger*), “Kurumsal yatırımcı tanımı dışında kalan gerçek ve tüzel kişileri” (m. 4/1.a); kurumsal yatırımcı (*Institutionellen Anleger*) “Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler dışındaki profesyonel müşterileri” (m. 4/1.j) ifade eder. Nitelikli yatırımcıların ise (*Qualifizierte Anleger*) “Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşterileri” ifade ettiği yine söz konusu Tebliğde hükme bağlanmıştır (m. 4/1.m). Bu kavramlarda esas alınan “profesyonel müşteri”lerin kimler olduğu ise “Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1)”in (RG. 17.12.2013, S. 28854) 29-33. maddeleri çerçevesinde belirlenir.

<sup>444</sup> Özer, s. 49-57.

<sup>445</sup> RG. 08.06.2011, S. 27958, mükerrer.

<sup>446</sup> RG. 05.06.2014, S. 29021.

Yatırımcıların tüketici olarak kabulü hâlinde bu kişilerin tüketicilerin korunmasına yönelik özel düzenlemelerden yararlanıp yararlanamayacakları sorusunun yanıtlanması gerekir<sup>447</sup>. Türk hukukunda gerçek ya da tüzel kişi yatırımcılara bu sıfatları dolayısıyla Tüketicinin Korunması Hakkında Kanunun (TKHK) uygulanıp uygulanamayacağı tereddüt konusudur<sup>448</sup>. Bu konuyu işlemlerin türleri ve ilişki kuran tarafların alt türlerine göre bütün yönleriyle ele almak gerekmektedir; fakat bu kapsamda bir değerlendirme yapılması bu çalışmanın amacını ve sınırlarını aşmaktadır<sup>449</sup>. Ancak, şu söylenebilir ki, kamuyu aydınlatma ilkesinin, yatırım hizmetlerinde tüketicinin korunmasına yönelik yaklaşımla desteklenmesi sermaye piyasası yatırımcısına sağlanan korumayı daha müdahaleci bir yaklaşımla genişletecektir.

Konuya kamuyu aydınlatma ilkesi ve kamuyu aydınlatmadan belgelerinden doğan hukuki sorumluluk bağlamında bakıldığında ise yatırımcıların tüketici olarak kabulüne ilişkin yaklaşımların, sermaye piyasasında fon arz edenlerle fon talep edenler arası ilişkiye yönelik olmadığı ve bu ilişkiye sirayet ettirilmemesi gerektiği vurgulanmalıdır. Yatırımcıların tüketicilerin korunmasına ilişkin düzenlemelerden yararlanması, şu an için aldıkları yatırım hizmetleri ile sınırlı düşünüldüğünden, kapsam itibarıyla kamuyu aydınlatma ilkesi kadar geniş bir yer tutmamakta; kamuyu aydınlatma ilkesinin yerine geçecek bir sistem olarak değerlendirilmemektedir. Bu bağlamda, yatırımcıların finansal kuruluşlara karşı tüketici odaklı bakış açısı çerçevesinde korunması kamuyu aydınlatma ilkesine dayanan hükümlerle bir çatışma yaratmamaktadır. Bu konunun, gelecekte önemli gelişmelere açık olmakla birlikte, gerek diğer ülkelerin hukuk sistemlerinde gerekse Türk hukukunda biraz daha olgunluk kazanmasına ihtiyaç olduğu söylenebilir.

## **6- Satış Sözleşmesinde Bilgi Verme Yükümlülüğü**

Satış sözleşmesi, yasal tanımına göre “*satıcının, satılanın zilyetlik ve mülkiyetini alıcıya devretme, alıcının ise buna karşılık bir bedel ödeme borcunu üstlendiği sözleşme*”dir (TBK m. 207/1). Bu sözleşmede taraflar arasında sözleşmenin kurulmasına yönelik karşılıklı ve birbirine uygun iradelerin oluşum sürecinde değerlendirmeye alınan değişik hususlar söz konusudur. Tarafların ihtiyaçları ve geleceğe yönelik beklentilerine göre oluşan iradeleri sahip oldukları bilgiler ile şekillenir. Söz konusu bilgilerin bir kısmı

---

<sup>447</sup> Yatırımcıların tüketicinin korunmasına yönelik mevzuattan yararlanabilmelerinin gerekli olduğu hakkında bkz. Çetin, s. 9.

<sup>448</sup> Özer, s. 61 vd. TKHK’nın sermaye piyasası ilişkilerinde uygulama alanı bulabilecek hükümleri hakkında bkz. Üzeler, s. 44-50.

<sup>449</sup> Bu konudaki kapsamlı değerlendirmeler için bkz. Çetin, s. 7-9; Üzeler, s. 39-58; Özer, s. 61-88.

bağımsız şekilde kendi kişisel iç durumlarına ilişkin olup bir kısmı da karşı taraf kaynaklıdır. Gerçekleştirilen karşılıklı bilgi alışverişi, alıcının satın aldığı mal ya da hizmeti kendi ihtiyacına uygunluk bağlamında doğru değerlendirebilmesi açısından özel bir fonksiyon görür. Sermaye piyasası da sermaye piyasası araçlarının alım ve satımına odaklı olduğundan, satış sözleşmesindeki bilgi verme yükümlülüğünün ve bunun sonuçlarının özel bir görünümü bu piyasada söz konusu olmaktadır.

Sermaye piyasasında, sermaye piyasası araçları satış sözleşmesine konu olmaktadır. Birinci el piyasada ihraççı tarafından, ikinci el piyasada ise sermaye piyasası aracına sahip olan yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen satış işleminde alıcıların yatırım kararlarının zamanında, yeterli ve doğru bilgiye göre gerçekleştirilmesi gerekliliği genel olarak satış sözleşmesindeki bilgi verme yükümlülüğü ile de ilişkilidir.

Genel olarak satış sözleşmeleri alıcının sözleşme konusu mal hakkında sözleşme özgürlüğü çerçevesinde oluşan serbest iradesiyle yapacağı seçimle belirlenir. Satış sözleşmesinde tarafların kural olarak birbirlerini aydınlatma borcunun olmadığı fakat sözleşme yapma ve sözleşme koşullarını belirlemeye yönelik iradelerini etkileyen hususlar hakkında diğerinin sözleşme öncesi bir yükümlülüğün söz konusu olduğu kabul edilmektedir<sup>450</sup>. Anılan yükümlülük kaynağını dürüstlük kurallarından almaktadır<sup>451</sup>. Bu ilişkinin dürüstlük kurallarına uygun kurulması gereksinimi *culpa in contrahendo* sorumluluğunu (sözleşme öncesi görüşmelerden sorumluluk) beraberinde getirmiştir.

Sermaye piyasasındaki alım-satım ilişkilerinin genel kurallardan farklılaşması sürecinde özellikle *common law* sisteminde üzerinde durulan bir genel ilke ise Latince *caveat emptor* terimiyle ifade edilen alıcının uyanık olması (*let the buyer be aware or take care*) esasına dayanan prensiptir. *Caveat emptor* prensibi, alıcının satın aldığı ürünü incelemekle yükümlü olduğu ve bu şekilde olası sorunları açığa çıkartmakla yükümlü olduğundan hareketle, ürünle ilgili hata ve kusurlara ilişkin rizikoyu bu kişilerin üstlenmesi gerektiğini ifade eder<sup>452</sup>. Sermaye piyasası yatırımcısı da kuşkusuz dikkatli olmalı ve yatırım kararını alırken özenli davranmalıdır. Ancak, sermaye piyasasının özel gereksinimleri *caveat emptor* prensibinin yetersizliğinin farkına varılmasını sağlamıştır. ABD’de 1933 ve 1934 tarihli kanunların yürürlüğe konulma sürecinde bu konunun üzerinde durulmuş ve sermaye piyasasında satıcının da sorumluluk sahibi şekilde (*let the seller also beware*) hareket etmesinin zorunlu olduğu anlayışıyla hareket edilmiştir.

<sup>450</sup> Eren, F.: Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Ankara 2014, s. 95.

<sup>451</sup> Eren, Özel Hükümler, s. 95.

<sup>452</sup> Grunewald/Schlitt, s. 247.

Sermaye piyasasında kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun bu alanın öncüsü ülkelerde farklı esaslara tabi kılınma serüveni de bu alanda *caveat emptor* ilkesinin terki ile başlamıştır. ABD Federal Yüksek Mahkemesi, federal düzeydeki sermaye piyasası hukukunun amacının *caveat emptor* prensibinin yerini ticari etiğin yüksek standartlarının menkul kıymet piyasasına yansımaları sağlayacak araç olan kamuyu aydınlatmanın alması olarak görmektedir<sup>453</sup>.

Önemle belirtelim ki, *caveat emptor* prensibinin terkine yönelik yaklaşımın sermaye piyasasındaki görünümü birinci el piyasayla sınırlıdır. Zira ihraççıların bizzat satış gerçekleştirdiği ve bilgi verme yükümlülüğüne tabi tutulduğu piyasa birinci el piyasadır. İkinci el piyasa işlemleri de satım sözleşmesi temelli olmalarına rağmen, bu piyasada ihraççı kural olarak satıcı konumunda değildir. Yatırımcılar arası hukuki ilişkide ise bir yatırımcının diğerine karşı bu türden bir bilgi verme sorumluluğu söz konusu değildir. Ancak, bu alanın daha önce de değindiğimiz niteliklerinden kaynaklı gerekçelerle, şirketin, kapsamını günden güne genişleten kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde bilgi verme yükümlülüğüne tabi kılınması ikinci el piyasadaki alıcıların bilgi edinme ihtiyacını gidermektedir.

## 7- Sözleşmelerin Kurulmasında Yanılma ve Aldatma

Yanılma (hata) ve aldatma (hile), korkutma (ikrah) ile birlikte sözleşmelerin kurulmasındaki irade bozukluğu hâllerindendir. Her ikisinin de kökeni Roma hukukuna dayanır<sup>454</sup>. Sözleşmelerin kurulabilmesi ile hüküm ve sonuçlarını doğurabilmesi için gereken karşılıklı ve birbiriyle uyuşan irade beyanlarında söz konusu olabilecek hataya düşme hali yanılmaya; iradenin karşı tarafın yahut üçüncü bir kişinin hilesiyle sakatlanması ise aldatmaya vücut verir. Yanılma, Türk Borçlar Kanunu'nun (TBK) 30 ilâ 35. maddelerinde; aldatma ise aynı Kanunun 36. maddesinde düzenlenmiştir. Bir kişinin yanılma yahut aldatma sonucu yaptığı sözleşme ile bağlı olmasını hukuk düzeni kabul etmemiştir. Kanunun 39. maddesinde ilgili tarafa, yanılma yahut aldatmanın öğrenilmesinden başlayarak bir yıl içinde sözleşme ile bağlı olmadığını bildirme veya verdiği şeyi geri isteme hakkı tanınmış; aksi takdirde ilgili kişinin sözleşmeyi onamış sayıldığı hükme bağlanmıştır.

<sup>453</sup> **Anthony, K. R.:** Secondary Liability under Section 12(2) of the Securities Act of 1933, Northwestern University Law Review 1983, s. 832.

<sup>454</sup> **Yıldırım, M. F.:** Borçlar Hukukuna Göre Sözleşmenin Kuruluşunda Hile, Ankara 2002, s. 41 vd.; **Kanışlı, E.:** İsviçre-Türk Borçlar Hukukuna Göre Sözleşmenin Kurulmasında Hata, İstanbul 2018, s. 14 vd.



Yanılma ve aldatma ile kamuyu aydınlatma ilişkisi çift yönlüdür:

İlk olarak, yanılma ve aldatma, kamuyu aydınlatma ile sermaye piyasası araçlarının konu olduğu hukuki işlemlerde iradenin oluşumu noktasında bağlantılıdır. Etkin bir bilgilendirmenin olmadığı yahut işlem yapma olanaklarının sağlıklı dizayn edilmediği sermaye piyasasında yanılmanın gerçekleşmesi teorik olarak mümkündür. Bu durumlarda yanılma, taraf iradelerinin oluşumu veya açıklanması aşamalarında söz konusu olabilir<sup>455</sup>. Ancak, Türkiye’de ve hatta tüm dünyada bugüne kadarki sermaye piyasası uygulamalarının ortaya koyduğu sonuç, yanılmadan ziyade aldatma sonucunda değişik olayların yaşandığıdır. Bunların bir kısmı, hilenin boyutu ve çok sayıda kişinin zararına yol açması dolayısıyla finansal skandal olarak nitelendirilmiştir. Yukarıda zikredilen olumsuz tecrübelerde genellikle aldatma sonucunda yatırımcıların iradesi sakatlanmıştır. Bu tür durumlarda genellikle gerçek dışı beklenti oluşturularak sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının artırılması yahut geri ödeneceğine yönelik güven oluşturularak elde edilen fonların iade edilmediği görülmektedir. Benzer şekilde, gerçek dışı bilgiler ile şirketin durumunu olduğundan iyi göstermeye yönelik işlem ve eylemler de sermaye piyasasında hilenin bir diğer somut görünüm şeklidir.

Daha önce de belirtildiği üzere, kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümlerin temel amaçlarından biri sermaye piyasasındaki aldatıcı işlemleri engellemektir. Bu yönüyle ilke, muhatapları bilgilendirmeye dayalı olarak yanılmalarını ve hile ile iradelerinin sakatlanmasını engellemeye çalışmaktadır. Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk ise hilenin önüne geçilmesine yönelik caydırıcı fonksiyona sahiptir; ancak, her şeye rağmen hukuka aykırı bir eylem ya da işlemle bir zarara yol açılmışsa da yine bu düzenlemeler tazmin edici fonksiyon görecektir.

Sermaye piyasası hilesi, özellikle ABD’de geniş ölçüde üzerinde durulan bir kuramın (Piyasa Hilesi Kuramı, *Fraud on the Market Theory*) geliştirilmesine yol açmıştır. İlk defa 1969 yılında New York Güney Bölgesi alt derece mahkemesi tarafından verilen bir kararda<sup>456</sup> dile getirilen bu kuram esas itibarıyla ABD Yüksek Mahkemesi’nin 1988 tarihli *Basic Inc. v. Levinson* Kararı’nda yer bulması sonrasında yaygınlık kazanmıştır<sup>457</sup>. Piyasa hilesi kuramı, piyasadaki bilginin araç fiyatlarına tam olarak yansıdığı varsayımını ifade eden etkin sermaye piyasası teorisine dayalıdır. Sermaye

---

<sup>455</sup> **Kanışlı**, s. 8.

<sup>456</sup> 1969 yılında verilen *Herbst v. Able* [47. F.R.D. 11, 16 (S.D.N.Y. 1969)] kararında yer bulmuştur Üst derece mahkemesi tarafından verilen ilk karar ise 1975 tarihli *Blackie v. Barack* kararıdır [524 F.2d 891, 906 (9th Cir. 1975)]. Ayrıntılı bilgi için bkz. **Klöhn**, Marktbetrug, s. 681.

<sup>457</sup> **Klöhn**, Marktbetrug, s. 681, 682.

piyasa hilesi kuramı, ileride sorumluluk bölümünde değinilecek olan illiyet bağı açısından farklı açılımlara yol açması dolayısıyla kamuyu aydınlatma ile bağlantılıdır<sup>458</sup>.

İlişkinin diğer boyutu ise yanılma ve aldatmaya ilişkin genel hükümlerin kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumlulukta uygulama alanı bulup bulamayacağına ilişkindir. Bu soru esasen aşağıda sorumluluğa ilişkin hukuki düzenlemeler kısmında yanıtlanacaktır. Ancak, cevabın olumlu ya da olumsuz olmasından bağımsız olarak, bu alanlar arası bir kesişimin olduğu söylenebilir. Öte yandan, kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun doğabilmesi için yanılma ya da aldatmanın mutlaka mevcut olmasının aranıp aranmayacağı da yine aşağıda sorumluluk bölümünde incelenecektir.

Sermaye piyasasında amaçlanan koruma kapsamını genişletmek olduğundan bu alan özel hükümlere tabi kılınmış olsa da<sup>459</sup>, söz konusu özel hükümlere göre sorumluluk doğuran hâllerin belirlenmesinde borçlar hukukunun genel hükümlerinde yer bulan aldatmanın unsurlarından yararlanılması mümkün olabilir<sup>460</sup>.

## 8- Bilgi Suistimali Suçu

Kamuyu aydınlatma ilkesinin egemenliği, bilgi paylaşımını beraberinde getirmesinin yanı sıra bilgide eşitliğin sağlanmasını hedeflemektedir. Bilgiye ulaşma konusunda muhataplara, özellikle de mevcut ve potansiyel yatırımcılara fırsat eşitliğinin sağlanması için bilgiye eş zamanlı ulaşımın temini zorunludur. Bunun mümkün olabilmesi için bilginin ilgili kanun ve düzenleyici işlemlerde öngörülen şekillerde açıklanmasını ve açıklama öncesi süreçte konumları gereği birtakım bilgilere vâkıf olanların ve bu kişilerle ilişkisi olanların sahip olunan bilgiyi kullanarak haksız çıkar elde etmelerinin engellenmesi gerekir. Bu gereklilik ilk olarak ABD’de görülmüş ve 1934 tarihli ABD Menkul Kıymetler Borsası Kanunu ile içerden öğrenenlerin ticareti (insider dealing) yasaklanmıştır. Her ne kadar 1960 ve 1970’lerde içerden bilgi alanların yapacakları işlemlerin serbest bırakılmasında birtakım yararların olduğu tartışması gündeme gelmişse de, bunların piyasaya vereceği zararın getireceği yarardan fazla olacağı düşüncesi ağırlık kazanmıştır<sup>461</sup>. Bunun neticesinde Avrupa’da da 1980’lerde yapılan düzenlemelerle içerden öğrenenlerin ticareti yasaklanmaya başlanmış ve özellikle

<sup>458</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-“İllyet Bağının Kurulması”.

<sup>459</sup> **Ayoğlu, T.:** Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2008, s. 152.

<sup>460</sup> Aldatma ile sermaye piyasası hukuku arasındaki ilişkinin detaylı bir değerlendirmesi için bkz. **Kütükçü, D.:** Sermaye Piyasası Hukuku, Birinci Cilt, İstanbul 2004, s. 75-252.

<sup>461</sup> İleri sürülen görüşler hakkında bkz. **Veil**, s. 190-192.

yukarıda değinilen içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin 89/592/EEC sayılı Direktif ile Avrupa'daki tercih içerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması yönünde olmuştur<sup>462</sup>. Konunun bu şekilde olgunluk kazanması Türk hukukunda da kanun koyucuyu düzenleme yapmaya sevk etmiş ve bu bağlamda 1992 yılında 3794 sayılı Kanun ile 2499 sayılı mülga SerPK'da yapılan değişikliklerle “içerden öğrenenlerin ticareti” suç olarak kabul edilip yasaklanmıştır.

2499 sayılı SerPK'nın 3794 sayılı Kanunla değişik 47. maddesine göre içerden öğrenenlerin ticareti (kamuya açıklanmamış bilgiye dayalı ticaret<sup>463</sup>), “*Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek*” şeklinde tanımlanmış ve anılan düzenlemede bu suçu işleyebilecek kişiler<sup>464</sup> açıkça belirtilmiştir.

6362 sayılı SerPK ile birlikte kavramı ifade etmek üzere kullanılan “içerden öğrenenlerin ticareti” terimi terk edilerek “bilgi suiistimali” kanuni terim olarak benimsenmiştir<sup>465</sup>. Bu düzenlemenin gerekçesinde, kavram için kullanılan eski terim olan içerden öğrenenlerin ticareti ifadesine yer verilmiş ve konunun sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf bir şekilde çalışması ile yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması açısından taşıdığı önem ile bilginin sermaye piyasası açısından taşıdığı değer üzerinde durulmuş; bilgilerin şeffaf ve adil bir şekilde tüm yatırımcılara sunulması ilkesinin göz önüne alındığı belirtilmiştir<sup>466</sup>. Bilgi suiistimali, suçun tanımı<sup>467</sup>, suçu işleyebilecek kişiler ve iki yıldan beş yıla kadar hapis veya adli para cezası olan yaptırımıyla birlikte SerPK'nın 106. maddesinde düzenlenmiştir. Bu suç, SerPK'nın 107. maddesinde

---

<sup>462</sup> Veil, s. 192.

<sup>463</sup> 3794 sayılı “Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu'nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun” (RG. 13.05.1992, S. 21227) Madde Gereçekleri, m. 34.

<sup>464</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Manavgat, Ç.:** Türk Hukukunda “İçerden Öğrenen” Kavramı, Batider 1998, C. 19, S. 4, s. 177-204.

<sup>465</sup> İçerden öğrenenlerin ticareti eylemi için aynı zamanda “bilgi suistimali” teriminin kullanılmasının temelinde yatan düşünce bir bilginin kötüniyetli olarak kullanımının söz konusu olmasıdır (**Sayılgan, s. 31**).

<sup>466</sup> SerPK Madde Gereçekleri, m. 105.

<sup>467</sup> “Doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri veren veya verdiği emri değiştiren veya iptal eden ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temini”.

düzenlenen piyasa dolandırıcılığı ile ilişkilendirilerek Kanunun diğer birtakım hükümlerinde de düzenleme bulmuştur. Bu çerçevede, bir işlemin SerPK'nın 106 ve 107. maddelerinde sayılan suçları teşkil ettiğine dair herhangi bir bilgi veya şüpheyi gerektirecek bir hususun bulunması hâlinde, yatırım kuruluşları ile Kurulca belirlenecek sermaye piyasası kurumlarının bu durumu SPK'ya veya Kurul tarafından belirlenecek diğer kurum ve kuruluşlara bildirmekle yükümlü oldukları (m. 102) ile bilgi suistimali incelemelerinde uygulanacak tedbirler (m. 101) ve nihayet bilgi suistimali ile piyasa dolandırıcılığı sayılmayan hâller (m. 108) hükmüne bağlanmıştır.

Bilgi suistimalinin cezalandırılmasının kamuyu aydınlatma ilkesiyle ilişkisi, amaç ve fonksiyon birlikteliği bağlamında son derece yakındır. İçerden öğrenenlerin ticareti hukukumuzda henüz açık ve doğrudan bir düzenlemeye kavuşturulmadan önce yapılan çalışmalarda da bu konunun sermaye piyasası mevzuatındaki bağlantı noktasının kamuyu aydınlatma ilkesi olduğu göz önüne alınarak inceleme konusu yapılmıştır<sup>468</sup>.

Bilgi suistimalinin engellenmesiyle amaçlanan, söz konusu bilgilere diğer muhataplardan daha önce ulaşıp menfaat sağlanmasının önüne geçilmesidir. Bilgilerin tüm yatırımcılara eşit ve şeffaf yansıtılmasıyla kamuyu aydınlatma ilkesinin etkin şekilde işlemesi hedeflenmektedir. Bilgi suistimalinin engellenmesiyle kamuyu aydınlatmanın gereği gibi sağlanabilmesinin temel unsurlarından birinin yerine getirilmesine hizmet edildiği görülmektedir. Öte yandan, kamuyu aydınlatmanın gereği gibi ve etkin şekilde sağlanması bilgi suistimali suçunun engellenmesi için önemli bir hukuki araç olarak görülmektedir<sup>469</sup>.

Bilgi suistimalinin önüne geçilmesine işlevsel açıdan bakıldığında, bu yasak, bilgi asimetrisinin önlenmesine yönelik katkısıyla kamuyu aydınlatmanın fonksiyonlarıyla ilişkilidir. Bu noktada esas itibarıyla karşılıklı bir durum söz konusudur. Kamuyu aydınlatma ilkesi ne kadar egemen olursa bilgi suistimalinin o kadar önüne geçilebilmesi mümkün olurken; bilgi suistimali engellendiğinde kamuyu aydınlatma ilkesinin etkinliği ve sermaye piyasasına duyulan güven artar. Sonuç olarak, bilgi suistimali bir suç olarak kamuyu aydınlatma ilkesinin gereği olarak düzenlenmiştir. Kamuyu aydınlatmanın bütün mekanizmaları etkin olsa da, bilgi suistimali engellenemezse kamuyu aydınlatmanın başarısından söz edebilmek mümkün olmayacaktır. Bu yöndeki eylem ve işlemlerin engellenmesi gerekliliği, özellikle piyasada sağlıklı fiyat oluşumu ile aldatıcı işlem ve

---

<sup>468</sup> **Turanboy**, Insider Muameleleri, s. 187-201.

<sup>469</sup> **Möllers, T. M. J./Leisch, F. C.**: Kölner Kommentar zum WpHG (Hrsg. Hirte, H./Möllers, T. M. J.), 2. Auflage, Köln 2014, s. 2888.

eylemlerin engellenmesi fonksiyonları bağlamında kamuyu aydınlatma için *olmazsa olmaz* niteliktedir.

### 9- Bilgi Edinme Hakkı

Kanun koyucu tarafından 2003 yılında kamu yönetiminde şeffaflığın sağlanmasına yönelik olarak 4982 sayılı Bilgi Edinme Hakkı Kanunu<sup>470</sup> yürürlüğe konulmuştur. Kanunun amacı 1. maddesinde “*Bu Kanunun amacı; demokratik ve şeffaf yönetimin gereği olan eşitlik, tarafsızlık ve açıklık ilkelerine uygun olarak kişilerin bilgi edinme hakkını kullanmalarına ilişkin esas ve usulleri düzenlemektir.*” şeklinde açıklanmıştır. Dolayısıyla bilgiye ulaşma hakkı, belirli ilke ve niteliklere sahip bir kamu yönetiminin oluşturulması hedefine yönelik bir araç olarak görülmektedir.

Hemen belirtelim ki, Anayasa’nın kamu ile ilgili dilek ve şikayetlere yönelik dilekçe hakkının düzenlendiği 73. maddesine 2010 yılında yapılan değişiklikle<sup>471</sup> bilgi edinme hakkına ilişkin “*Herkes, bilgi edinme ve kamu denetçisine başvurma hakkına sahiptir.*” şeklinde üçüncü fıkra eklenmiştir. Bu şekilde kamu kurum ve kuruluşlarından bilgi edinme hakkı anayasal güvence altına alınmış bir hak haline gelmiştir.

Bilgi Edinme Hakkı Kanununun kapsamı, kamu kurum ve kuruluşları ile kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşlarının faaliyetleri çerçevesinde belirlenmiştir (m. 2). Kanun kapsamındaki kurum ve kuruluşlar, bu Kanunda yer alan istisnalar dışındaki her türlü bilgi veya belgeyi başvuranların yararlanmasına sunmak ve bilgi edinme başvurularını etkin, süratli ve doğru sonuçlandırmak üzere, gerekli idarî ve teknik tedbirleri almakla yükümlü tutulmuşlardır. Dolayısıyla her şeyden önce belirtelim ki, söz konusu düzenleme anonim şirketlerden faaliyetleri yahut finansal durumu hakkında bilgi edinme hakkı tanımamaktadır.

Bilgi Edinme Hakkı Kanunu ile bir yandan kamu kurum ve kuruluşları ile kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşlarına bilgi verme yükümlülüğü öngörülürken diğer taraftan bu tür kurum ve kuruluşlara belirli nitelikteki bilgilerin korunması ödevi yüklenmiştir. Şirketler ve sermaye piyasası hukuku açısından dikkat çekici olan husus “*Kanunlarda ticarî sır olarak nitelenen bilgi veya belgeler ile, kurum ve kuruluşlar tarafından gerçek veya tüzel kişilerden gizli kalması kaydıyla sağlanan ticarî ve malî bilgiler, bu Kanun kapsamı dışındadır.*” şeklindeki 23. maddede yer almaktadır. Bu düzenleme ile ticari sır niteliğinde görülebilecek hususlar ile gizli kalma kaydıyla kamu

---

<sup>470</sup> RG. 24.10.2003, S. 25269.

<sup>471</sup> RG. 13.05.2010, S. 27580.

kurumları ile paylaşılan bilgilerin muhafaza edilmesi amaçlanmıştır. Bununla birlikte, açıklanması haksız rekabete ve kazanca yol açabilecek bilgiler de Kanunun kapsamının dışında tutulmuştur (m. 17).

SPK bir kamu tüzel kişisi olarak (SerPK m. 117) Bilgi Edinme Hakkı Kanununun kapsamındadır. Kurul, Bilgi Edinme Hakkı Kanununa uygun şekilde yapılan bir başvuruyla ihraççılara ait elinde bulundurduğu bilgilere ulaşma talebi geldiğinde bu talebi Kanuna uygun şekilde karşılama zorunluluğu altına girer<sup>472</sup>. Bilgi Edinme Hakkı Kanununun öngördüğü sistemle kamuyu aydınlatma ilkesinin kapsamına giren bilgiye ulaşma olanağının yaratılmasının ilke kapsamında elde edilecek bilgiye kısmen de olsa “aktif”lik kazandıracak öğretide ifade edilmiştir<sup>473</sup>. Yalnız, SPK’nın açıklanması haksız rekabete ve kazanca yol açacak bilgiler ile şirkete ait ticari sırların açıklamaması konusu hayati öneme sahiptir. Bu şekilde rakiplerin haksız bir yarar elde etmelerinin engellenmesi ve özellikle de piyasada bilgi asimetrisi yaratılmaması gerekir.

Ayrıca, SPK’dan istenen bilginin daha önce yayımlanmış ya da kamuya açıklanmış bilgi veya belgelere ilişkin olması hâlinde, ilgili bilginin ne şekilde, ne zaman ve nerede yayımlandığının yahut açıklandığının başvurana bildirilmesi yeterlidir (m. 8). Kamuyu aydınlatma ilkesi, SPK’nın görev ve yetki alanına giren şirketleri kapsar bir ilke olduğundan, bu ilkenin yukarıda da belirtilen temel bilgi yayma kanalları olan Kamuyu Aydınlatma Platformu, Ticaret Sicili ve şirketlerin internet sitelerinde yer alması öngörülen bilgilere yönelik olarak SPK’ya talepte bulunulmaması usul ekonomisine ve kamu kaynaklarının etkin kullanımı adına daha uygun bir tercih olur.

Kanun kapsamında yalnızca kamu kurum ve kuruluşlarına başvuru olanağı tanınması ile özel sektör kuruluşlarının Kanunun kapsamı dışında tutulmasının bir eksiklik olduğunu ifade edenler olsa da<sup>474</sup>, kanaatimizce her alanı kendi dinamiklerine uygun olarak kendi düzenlemeleriyle ayrı ayrı ele almak daha doğrudur. Şirketler ve sermaye piyasası hukuku kapsamında bilgi verme yükümlülüğünün kamu hukuku karakterli bu şekilde bir Kanun kapsamına sokulması ticaret hayatının ihtiyaçlarıyla bağdaşmaz. Kanunda ticari sırların açıkça istisna tutulmasının mefhumu muhalifinden özel sektör kuruluşlarının da bunların dışında kalan hususları açıklamakla yükümlü tutuldukları şeklindeki bir yorum<sup>475</sup> da hukuken kabul edilebilir değildir. Kanun koyucu,

<sup>472</sup> Yanlı, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 174; Üçışık, s. 19.

<sup>473</sup> Yanlı, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 97, 98.

<sup>474</sup> Günay, s. 22.

<sup>475</sup> Ağır, O./Turhan, A.: Demokratik Toplumda Bilginin Önemi ve Bilgi Edinme Hakkı Kanunu, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 5, S. 2, s. 305.

Bilgi Edinme Hakkı Kanununun yukarıda zikredilen 2. maddesinde bilgi edinme talebinin yöneltileceği kişileri açıkça “*kamu kurum ve kuruluşları ile kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşları*”yla sınırlandırmıştır. Gerek ticari sırların gerekse ondan da geniş olmak üzere haksız rekabete ve kazanca yol açabilecek bilgilerin istisna tutulması da, bu türden kurum ve kuruluşlara yöneltilen bilgi alma taleplerinde paylaşılabilecek bilgilere yönelik açık bir istisnaya yer verilmek istenmesinden kaynaklanmaktadır. Şirketlere ilişkin olarak paylaşılması uygun olmayan türden bilgilerin paylaşılması, Kanunun 29. maddesinin yollaması çerçevesinde, kusuru bulunan memurlar ve diğer kamu görevlileri hakkında disiplin cezalarının uygulanmasını gerektirecektir.

Son olarak belirtelim ki, bu özel düzenlemenin önemi, konunun şirketler ve sermaye piyasasıyla olan ve yukarıda belirtilen ilişkisiyle sınırlı değildir. Buna ek olarak, son dönemde bilgi toplumu ve bilgi çağı gibi ifadelerle daha da ön plana çıkan bilginin - belirli istisnalar dışında- devletle ilişkiler açısından da merkezi öneme sahip bir role bürünmesi, Devlet karşısında demokratik bir hak olarak herkesin bilgi edinme hakkına sahip olduğunun vurgulanması (m. 4), gizliliğin karşıt kavramı olan aydınlatmanın ağırlık kazanması adına önemli bir göstergedir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİ

#### I- “KAMUYU AYDINLATMA BELGESİ” KAVRAMI VE UNSURLARI

Kamuyu aydınlatma ilkesi, yukarıda açıklanan çerçevede sermaye piyasası hukuku ile anonim şirketler hukukunun kesişim noktasında yer almaktadır. İlkenin işlevleri, önemini ve vazgeçilmezliğini ortaya koymaktadır. Bu işlevlerin gerçekleşebilmesi için ihtiyaç duyulan husus ise soyut kurallarla ifade edilen gerekliliklerin somut durumlarda yerine getirilmesidir. Bunun yolu muhatapların bilgiye ulaşmasını sağlayan belgelerin düzenlenip usulüne uygun şekilde yayımlanmasından geçer.

Kamuyu aydınlatma belgelerinin anlaşılabilmesi için her şeyden önce “belge”nin ne olduğu üzerinde durulmalıdır. Belge, sözlük anlamı itibarıyla “*Bir gerçeğe tanıklık eden yazı, fotoğraf, resim, film vb., vesika, doküman*”<sup>476</sup> olarak ifade edilmektedir. Görüleceği üzere, yazılı bir fiziksel materyali çağrıştırmaya gücü yüksek olan bu kavram esasen yazılı varlıklardan ibaret değildir. Hukuki açıdan belge, Hukuk Muhakemeleri Kanununun (HMK) 199. maddesinde “*Uyuşmazlık konusu vakıaları ispata elverişli yazılı veya basılı metin, senet, çizim, plan, kroki, fotoğraf, film, görüntü veya ses kaydı gibi veriler ile elektronik ortamdaki veriler ve bunlara benzer bilgi taşıyıcıları bu Kanuna göre belgedir*” şeklinde tanımlanmıştır<sup>477</sup>. Bu tanım HMK için getirilmiş olsa da, aksi belirtilmediği sürece diğer hukuk disiplinleri için de geçerli kabul edilebilir<sup>478</sup>. Dolayısıyla fiziki yahut elektronik nitelikte ve bu düzenlemede sınırlı sayıda olmamak üzere<sup>479</sup> belirtilen örnekler kamuyu aydınlatma ilkesinin temel aracını oluşturan belgelere vücut verebilir.

Hangi belgelerin kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde görülebileceğine ilişkin ana düzenleme SerPK’nın 32. maddesidir. Anılan madde ile kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluğun esaslarını belirleme vesilesiyle sorumluluğun hukuki

<sup>476</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü (www.tdk.gov.tr).

<sup>477</sup> Ayrıca bkz. **Arslan, R./Yılmaz, E./Taşpınar Ayvaz, S./Hanağası, E.:** Medenî Usul Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2019, s. 402.

<sup>478</sup> Nitekim kaydi nitelikteki menkul kıymetlerin fiziki senet mevcut olmaması dolayısıyla kıymetli evrak sayılıp sayılamayacaklarına yönelik tartışmada HMK m. 199’den yararlanılarak bunların da belge niteliğinde olmasından hareketle kıymetli evraktaki senet gereksinimini karşıladığı sonucuna varılmaktadır (**Kendigelen Ülgen, H./Helvacı, M./Kendigelen, A./Kaya, A.:** Kıymetli Evrak Hukuku, 10. Bası, İstanbul 2015, s. 42. Ayrıca bkz. **Bozer/Göle,** Kıymetli Evrak Hukuku, s. 518, 519).

<sup>479</sup> **Arslan/Yılmaz/Taşpınar Ayvaz/Hanağası,** Medenî Usul Hukuku, s. 402.



konusunu oluşturmak üzere “kamuyu aydınlatma belgeleri” oluşturulmuştur. Böylece kamuyu aydınlatma belgeleri, yeni bir üst kavram olarak hukukumuzda girmiştir.

SerPK’nın 32. maddesinin birinci fıkrasına göre, “10 uncu madde çerçevesinde, aynı maddede sorumlu olduğu belirtilen kişiler ile mevzuat uyarınca izahname, pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu, özel durum açıklaması, birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler bu belgelerde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur”.

Görüldüğü üzere, söz konusu düzenlemede;

- (1) İzahname,
- (2) Pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu,
- (3) Özel durum açıklaması,
- (4) Birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri,
- (5) Borsada işlem görme duyurusu ve
- (6) Finansal raporlar

kamuyu aydınlatma belgeleri olarak açıkça sayılmıştır.

SerPK m. 32/1. fıkrasında zikredilen belgelere ek olarak aynı türden diğer birtakım belgelerin de sorumluluk doğuracağı “...gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerini...” ifadesi ile ortaya konulmuştur. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma belgelerinin sınırlı sayıda olmadıkları açıktır<sup>480</sup>. Peki sayılanların dışında hangi belgelerin bu kavramın çatısı altına alınması doğru olacaktır? Yoruma muhtaç bu sorunun cevabı kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun uygulama alanına da doğrudan etki edecektir<sup>481</sup>.

SerPK’da kamuyu aydınlatma belgesi açıkça tanımlanmamış olduğundan tanıma uygun bir belirleme yapabilme imkânı yoktur. Ancak, belgelerin belirlenmesinde şu unsurlardan yararlanılabilir:

- Her şeyden önce, *bir belgenin mevcut olması* şarttır. Bu husus değerlendirilirken HMK’nın yukarıda belirtilen 199. maddesi bir kriter olarak esas alınmalıdır.

<sup>480</sup> Aynı yönde, Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), s. 214; Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 41; Adıgüzel, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 117.

<sup>481</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-1-“Fiil”.

- İkinci olarak, *kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde sayılan belgelerle aynı ya da benzer konu yahut işleve sahip bir belge söz konusu olmalıdır*. Örneğin, SerPK m. 32/1’de açıkça yer verilmese de, halka arzda düzenlenen izahname dışındaki diğer aydınlatıcı belgeler (ilân metinleri, reklam spotları, halka arz dolayısıyla birçok kişiye birden gönderilen e-mailler, belirli yatırımcılara doğrudan gönderilen bilgilendirme mektup ve e-mailleri) izahname ile aynı konuda ve benzer işleve sahip belgeler olarak bu kapsamda düşünülebilir.

- Üçüncü olarak, belgenin *kamuyu aydınlatma amacına yönelik olması* gerekir. Kamuyu aydınlatma amacına yönelik olma unsuru Kanunun 32. maddesinin birinci fıkrasında yer bulmuştur. Kamuyu aydınlatma belgeleri, bir anlamda şirket ile kamuyu aydınlatma muhatapları arasındaki iletişim araçlarını oluşturur. Yalnız, bu araçlar karşılıklı değil tek taraflı bir bilgi aktarımı sağlar. Söz konusu fıkra da yer verilen “*Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen*” ifadesi ile bir taraftan bu türden belgelerin bir unsuru olarak kamuyu aydınlatma amacının mevcut olması, diğer taraftan da SPK’nın birtakım belgeleri kamuyu aydınlatma belgesi olarak nitelendirme yetkisi düzenlenmiştir. Bu noktada, “*Kurulca öngörülme gerekliliği*”, kamuyu aydınlatma belgelerinin belirlenmesi bir başka deyişle bir belgenin kamuyu aydınlatma belgesi olarak nitelendirilmesine yönelik olarak SPK’ya yetki veren bir hüküm olarak görülebilir. Yalnız, önemle belirtelim ki, bu nitelendirme yetkisini kamuyu aydınlatma belgelerinin belirlenmesine yönelik bir sınır yahut zorunlu bir unsur olarak kabul etmemek gerekir. Bu şekilde bir yaklaşım, kanun koyucunun SerPK m. 1’de belirttiği amaçlara ve kamuyu aydınlatma belgesi kavramının oluşturulmasındaki amaçlarına daha uygun düşer. Zira, TTK ya da SerPK’da düzenleme bulan ve niteliği itibarıyla kamuyu aydınlatma belgesi olmaya uygun düşen bir belgeyi SPK’nın bu konuda açık bir iradesi olmaması dolayısıyla kapsam dışına itmek sorumluluk normlarıyla ulaşılmak istenen amaçlara uygun bir yorum olmaz.

Bu çerçevede, SerPK m. 32/1’de sayılmamakla birlikte, ihraç belgesi, ihraçlarda düzenlenen izahname ve ihraç belgesi dışındaki diğer aydınlatıcı belgeler, denetim raporu, derecelendirme raporu, değerlendirme raporu ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu, paya dayalı kitle fonlamasına ilişkin bilgi formu, niteliği gereği kamuyu aydınlatma belgesi olarak görülebilir. Bunların kavramsal çerçevesi, düzenlenme sebepleri ve işlevleri ile her birinin neden kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde görülmesi gerektiği aşağıda ayrı ayrı açıklanacaktır.

## II- BİRİNCİ VE İKİNCİ EL PİYASALAR YÖNÜNDEN KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNİN SINIFLANDIRILMASI

Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, gerçekleştirildiği piyasaya göre birinci ve ikinci el piyasanın özellikleri ile ihtiyaçları çerçevesinde ikiye ayrılmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının halka arzlı yahut halka arzsız olmak üzere ihraç olunduğu birinci el piyasadaki kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin ifası, sermaye piyasasının ihtiyaçlarını karşılamakta tek başına yeterli değildir. Daha önce ihraç edilmiş olan araçların el değiştirdiği piyasayı ifade eden ikinci el piyasanın arzu edilen özelliklerde işlerliği için bu piyasada da kamuyu aydınlatmanın etkin şekilde sağlanabilmesi gerekir.

Her iki piyasanın nitelik farklılıkları belgelerin içerdiği bilgilere ve yayımına kadar geçen sürede yapılması gereken işlemlere yansımaktadır. Birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerinde söz konusu olan menfaat çatışmasının doğurduğu riskler, yetkili kamu otoritesinin sürece dahil olmasına sebep olmaktadır. Bu bağlamda, hukukumuzda SPK'nın aşağıda açıklanacak görev ve yetkileri ön plana çıkmaktadır<sup>482</sup>. Birinci el piyasada ihracın halka arzlı ya da halka arzsız oluşu da kamuyu aydınlatma zorunluluğunun yoğunluğuna etki eder. Sermaye piyasası aracını satın alan tarafın daha sınırlı kişilerden oluştuğu ve şirket hakkında bilgilere ulaşmasının daha kolay olduğu halka arzsız ihraçlarda kamuyu aydınlatmanın kapsamının çok geniş olmadığı bir bilgi verme yükümlülüğü söz konusudur. Ancak, halka arzlı ihraçlarda sınırları belirsiz ve ihtiyaç duyduğu bilgi için şirketle müzakere olanağı bulunmayan yatırımcıların söz konusu olması dolayısıyla kamuyu aydınlatmanın daha sıkı kurallara bağlanması kaçınılmazdır.

Birinci el piyasada kamuyu aydınlatmaya yarayan araçlar, satışı yapılmak istenen sermaye piyasası araçları ile ihraççı şirkete ilişkin belgeleri içerir. Bu kapsamdaki en önemli belgeler; ihracın halka arz yoluyla yapılması hâlinde izahname, halka arzsız olması hâlinde ise ihraç belgesidir. Ayrıca, ihraç gerçekleştirilirken düzenlenen ilân metinleri, reklam spotları, ihraç dolayısıyla birçok kişiye birden gönderilen e-mailler, belirli yatırımcılara doğrudan gönderilen bilgilendirme mektup ve e-mailleri ile duyuru metinleri de bu kapsamdadır<sup>483</sup>. Bu belgelerin tanıtım fonksiyonu ağır bassı da, yine de ihraç ve ihraççı hakkında bilgi aktarımı yapması kaçınılmaz olduğundan söz konusu belgelerin de kamuyu aydınlatma belgesi olarak nitelendirilmesi gereklidir.

<sup>482</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-6-“Sermaye Piyasası Kurulu’nun İzahnameyi Onaylama Yetkisi”.

<sup>483</sup> Halka arz sırasında yapılan ilân ve reklamların birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi niteliğine sahip olduğu hakkında bkz. **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 54; **Duman**, s. 114; **Okakın**, s. 97.

Birinci el piyasaya özgü belgelerin dışındaki bütün belgeler ise ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi niteliğindedir. Pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu, özel durum açıklaması, birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar SerPK m. 32/1’de sayılan ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerini oluşturmaktadır. Bu düzenlemede sayılmamakla birlikte, denetim, derecelendirme ve değerlendirme raporları ile kurumsal yönetim uyum raporları yine kamuyu aydınlatma belgesi olarak kabul edilebilir.

Canlı bir organizma gibi yaşayan ve sürekli olarak gelişmelerin etkisi altında şekillenen ikinci el piyasada, belgelerin fonksiyonları farklılaşmaktadır. Bu piyasada kamuyu aydınlatma belgelerinden herhangi birinin ihtiyaç duyulan tüm bilgileri sağladığı söylenemez. Belirtmek gerekir ki, ikinci el piyasada söz konusu olan belgeler, bir bütünün her biri ayrı fonksiyona sahip parçalarını oluşturmaktadır. Bunlar arasında da özellikle özel durum açıklamaları ve finansal raporlar öne çıkmaktadır.

Her ne kadar piyasalar arası ayrımın sınırları net olsa da, belgeler arasında birinci ve ikinci el piyasa açısından yapılan ayrımın muğlak bir hâl aldığı söylemek yanlış olmayacaktır. İzahname kural olarak birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi olsa da, aşağıda da ayrıntılı olarak açıklanacağı üzere<sup>484</sup>, sermaye piyasası aracının ihracı sonrasında fakat bu belgenin geçerlilik süreleri içerisinde alım satıma konu olduğu ikinci el piyasa işlemlerinde de göz önünde bulundurulduğu varsayılmaktadır. Ayrıca, daha önceden ihraç olmuş bir aracın Borsa’da işlem görebilmesi için düzenlenen izahname esasen birinci el piyasa işlemi için düzenlenmemektedir. Keza şirkete ve sermaye piyasası araçlarına ilişkin ilân ve reklamların da yapıldığı zamana göre bir ayrıma tabi tutulması mümkündür. Sermaye piyasası aracı ihraç sürecinde yapılan ilân ve reklamlar birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi iken ihraç söz konusu olmaksızın yapılanlar ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi olarak da değerlendirilebilir.

Söz konusu durumlar, birinci el piyasa-ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi ayrımını ortadan kaldırıcı yahut izahnamenin anılan sınıflandırmada ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi kategorisine dahil olmasını gerektirecek ağırlıkta değildir. Yine, ayrımın sınırlarının belirsizleşmesi dolayısıyla, kamuyu aydınlatma belgeleri birinci ve ikinci el piyasa şeklinde kategorik bir sınıflandırmayla ele alınmaktan kaçınılarak ortaya konulmaya çalışılmıştır.

---

<sup>484</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-9-“İzahnamenin Geçerlilik Süresi”, Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-“İllyet Bağı Karinesi” ve Dördüncü Bölüm-I-4-C-“Tazminatın Belirlenmesi”.

Kamuyu aydınlatma belgelerinin bu şekilde sınıflandırılması belgeden doğacak hukuki sorumluluğun esaslarının farklılaşması sonucunu doğurmaktadır. Yalnız, bu farklılık piyasaya göre yapılan bir kategorilendirme bazlı değildir. Nitekim, hukuki sorumluluğu da yine piyasaya göre değil belgenin türüne göre söz konusu olacak özel durumlar çerçevesinde ele almak daha doğru olacaktır<sup>485</sup>. Hemen belirtelim ki, aynı piyasada düzenlenen kamuyu aydınlatma belgeleri de kendi içerisinde belgenin içerdiği bilgiler ve düzenlenmesine katılan kişiler açısından farklılaşabildiğinden yine her bir belgenin kendine özgü durumları beraberinde getirebileceğini göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

### III- İZAHNAME

#### 1- İzahname Kavramı

İzahname, sermaye piyasası hukukunda kamunun aydınlatılmasına yönelik bir araç olmasının yanı sıra sermaye piyasası sisteminin üzerine kurulu olduğu taşıyıcı kolonların biri, belki de en önemlisidir. Öğretide de izahnamenin, evrensel bir sistemin simgesi olduğu vurgulanmıştır<sup>486</sup>. 6362 sayılı SerPK ile birlikte uluslararası piyasalarla entegrasyonun ve AB düzenlemelerine uyumun sağlanması amaçlarına yönelik olarak kabul edilen<sup>487</sup> “izahnamenin onayı sistemi” çerçevesinde Türk hukukunda izahnameye atfedilen önem daha da artmıştır.

İzahname teriminin İngilizce ve Almanca’daki karşılıkları (*Prospectus*, *Prospekt*) Latince “*prōspiciō*”, “*prōspicere*”, “*prōspectus*” kelimelerinden türetilmiştir. Bu terimler, “gözlemek”, “birine/bir şeye bakmak”, “ayırt etmek” ve “öngörmek” gibi anlamlara gelmektedir<sup>488</sup>.

SerPK’da, 2499 sayılı mülga SerPK’dan farklı olarak, izahnamenin tanımına yer verilmiştir. Bu tanıma göre izahname, “*ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecekt sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak*

<sup>485</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-II-1-C-“İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk” ve Üçüncü Bölüm-II-1-D-“İzahname Dışındaki Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk”.

<sup>486</sup> Tekinalp/Çamoğlu, s. 14.

<sup>487</sup> SerPK Madde Gereklileri, m. 4.

İzahnamenin onayı sistemine AB’nin şu an için yerini 2017/1129 sayılı Tüzüğü aldığını 2003/71/EU sayılı Direktifi’ne uyum için geçildiği hakkında bkz. Tekinalp/Çamoğlu, s. 14, dpn. 5; Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 25.

<sup>488</sup> Kabağağaç, S./Alova, E.: Latince Türkçe Sözlük, İstanbul 1995, s. 487. Ayrıca bkz. <http://latinlexicon.org/definition.php?p1=1013164> (23.10.2017).

ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesini” ifade eder (m. 3/1.j).

AB’nin İzahname Tüzüğü’nün izahnameyi genel olarak düzenleyen 6. maddesinde izahname, (a) *İhraççının (ve garantörün) malvarlığı, sorumlulukları, kar ve zarar durumları, finansal durumu ile geleceği, (b) İlgili menkul kıymetin içerdiği haklar ve (c) İhracın gerekçesi ve ihraççıya etkileri* hakkında yatırımcıların bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararı almalarını sağlayacak önemli nitelikteki bilgileri içeren bir belge olarak tanımlanmıştır.

Dolayısıyla, izahname temelde bir sermaye piyasası aracının halka arz veya borsada işlem görme amacı dolayısıyla hazırlanan ve söz konusu şirkete ilişkin bilgilerle birlikte halka arz edilecek ya da borsada işlem görmesi istenen sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgilerin yer aldığı bir belgedir. Fakat izahname kavramının tam olarak anlaşılabilmesi için bu genel tanımın yanı sıra izahnamenin işlevleri, hukuki niteliği, içeriği, tabi tutulduğu işlemler, kısaca ilgili hukuki düzenlemeler bütününe göz önünde bulundurulması gerekir.

İzahnameye ilişkin düzenlemeler, kavramın varoluş amacına uygun olarak SerPK’da yer almaktadır. Kanunun ikinci kısmının “Sermaye Piyasası Araçlarının İhracı” başlıklı birinci bölümünün 4 ilâ 10. maddeleri doğrudan izahnameyle ilgili usul ve esaslara ilişkindir. Ayrıca, Kanunun 5. maddesiyle SPK’ya konuyla ilgili neredeyse tüm boyutlarıyla düzenleme yapma yetkisi tanınmıştır. SPK da bu yetkisini “İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1)”<sup>489</sup> başta olmak üzere aşağıda da yeri geldikçe belirtilecek düzenlemeleri ile kullanmıştır.

Son olarak ekleyelim ki, izahname kavramına TTK’nın çeşitli hükümlerinde de yer verilmiştir. Kanunun m. 158/3, m. 467/1, m. 468/1. fıkraları ve izahnameden doğan sorumluluğu düzenleyen m. 549/1. fıkrası bu düzenlemelere örnek olarak gösterilebilir. İzahnameden doğan hukuki sorumluluğa yönelik bir düzenleme olması sebebiyle özellikle TTK m. 549/1. fıkrası diğer hükümlere göre daha fazla önem arz etmektedir<sup>490</sup>.

## 2- İzahnamenin İşlevleri ve Hukuki Niteliği

İzahnamede ihraççı ve ilgili sermaye piyasası aracı açısından bilgi verilmektedir<sup>491</sup>. Bu belge ihraççı hakkında yukarıdan aşağı ve sağdan sola bütün

<sup>489</sup> RG. 22.06.2013, S. 28685.

<sup>490</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-II-1-C-b-“Türk Ticaret Kanununda”.

<sup>491</sup> Şirket ve şirketin ihraç ettiği sermaye piyasası aracından sadece birini odak noktası olarak kabul edip diğerini görmezden gelmenin Mavi Gök Kanunları döneminde ABD’nin Kansas eyaletinde çıkarılan

boyutlarıyla yatırımcının zihninde tam ve eksiksiz bir resim oluşturabilecek nitelikte bir işleve sahiptir<sup>492</sup>. Şirketin yanı sıra hazırlanmasına vesile olan sermaye piyasası aracına dair bilgiler de muhatapların bu araç hakkında bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararı almasını sağlamaktadır. İzahnamede yer alması gereken bilgiler ilgili sermaye piyasası aracının türüne göre değişmek üzere SPK tarafından belirlenmektedir<sup>493</sup>.

İzahname, öteden beri en önemli kamuyu aydınlatma belgesi olarak nitelendirilmiştir<sup>494</sup>. Kuşkusuz, bu tespiti yalnız birinci el piyasa açısından geçerli kabul etmek daha doğru olur<sup>495</sup>. Zira ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgeleriyle izahnameyi önem açısından karşılaştırabilmek mümkün değildir.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında şirket ile yatırımcılar arasındaki hukuki iletişim kanallarından en önemlisi izahnamedir<sup>496</sup>. İzahname hem doğası gereği hem de kanuni tanımında da belirtildiği üzere bir kamuyu aydınlatma belgesidir. Kamuyu aydınlatmanın muhatapları burada da geçerli olmakla birlikte izahname esasen ihraççının halka arz ettiği sermaye piyasası araçlarının potansiyel alıcılarını aydınlatmaya yöneliktir<sup>497</sup>. Bu yönüyle halka arz sürecinde şeffaflığa hizmet eder. İhraççının faaliyetlerini ve finansal durumunu ortaya koyan bir belge olarak, bilginin fiyatı belirlediği etkin sermaye piyasası teorisi çerçevesinde ihraç edilmek istenen sermaye piyasası aracının başlangıç fiyatının belirlenmesini de mümkün kılar<sup>498</sup>. İzahname içerdiği bilgilerle, sadece halka arz sürecinde değil, sonrasında da belirli bir süre yatırımcıların yatırım kararlarına etki etme gücüne sahiptir<sup>499</sup>.

İzahnamenin ortalama yatırımcılar açısından yatırım kararlarını alırken başvurdukları en önemli kaynağı oluşturmadığı; bunun temelinde de uzun ve teknik

---

Kanunda tecrübe edildiği ve bu şekilde bir yaklaşımın yeterli olmadığı anlaşıldığı hakkında bkz. **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 34, 35.

<sup>492</sup> **Burn**, s. 143.

<sup>493</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-4-“İzahnamenin İçeriği ve Şekli”.

<sup>494</sup> **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 175; **İhtiyar**, s. 121.

6362 sayılı SerPK döneminde de izahnamenin en önemli kamuyu aydınlatma belgesi olduğu değerlendirmesi için bkz. **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 22; **Manavgat**, HAAO, s. 229; **Okakın**, s. 89, 98.

<sup>495</sup> **Yanlı**, TTK Tasarısında Kamunun Aydınlatılması, s. 161; **Çatakoğlu, B.**: Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2016, S. 11, s. 118, 120.

<sup>496</sup> **Wieneke, L.**: Emissionspublizität-Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen, NZG 2005, s. 109.

<sup>497</sup> **Roberto, V./Wegmann, T.**: Prospekthaftung in der Schweiz, SZW/RSDA 2001/4, s. 162.

<sup>498</sup> **Burn**, s. 149.

<sup>499</sup> Bkz. İkinci Bölüm-II-“Birinci ve İkinci El Piyasalar Yönünden Kamuyu Aydınlatma Belgelerinin Sınıflandırılması”, İkinci Bölüm-III-9-“İzahnamenin Geçerlilik Süresi”, Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-“İlliyyet Bağlı Karinesi” ve Dördüncü Bölüm-II-3-B-“İkinci El Piyasa İşlemleri Dolayısıyla”.

terimlerle dolu olmasının yattığı dile getirilmektedir<sup>500</sup>. Gerçekten, uzmanlık gerektiren birçok finansal olan ve olmayan bilgi içeren, kapsamı ile hacmi son derece geniş olan izahnamenin yatırımcılar tarafından bütünüyle algılanabilmesi çoğu zaman mümkün değildir. Ancak, bu realite, bilgilerin muhataplara olabildiğince ideal hale getirilmiş şekil ve formatlarda sunulması gerekliliğini ortadan kaldırmaz. Bu noktada, daha önce vurguladığımız<sup>501</sup> bir varsayımı burada da tekrar etmekte yarar vardır. Piyasada bulunan kişilerin tamamı olmasa bile bir kısmı kamuya sunulan bilgileri analiz etmektedir<sup>502</sup>. Bu çerçevede, söz konusu varsayımsal kişi ya da kişilerin, profesyonel nitelikte olmayan yatırımcılar da dahil olmak üzere piyasanın geri kalanına etkisinin olacağı kabul edilmektedir<sup>503</sup>. İzahnamenin yayımından itibaren belirli bir süre içerisinde yapılan işlemler ile izahnamede yer alan bilgiler arasında illiyet bağının olduğunun varsayılmasının<sup>504</sup> altında bu düşünce yatar.

İzahnamenin hukuki niteliğine ilişkin öğretideki baskın görüş icaba davet olduğu yönündedir<sup>505</sup>. Ancak, bu belgenin icap (öneri) niteliğinde olduğuna yönelik görüşler de ortaya konulmuştur<sup>506</sup>. SPK tarafından onaylanmış bir izahnamenin yayımlanmış olmasının yatırımcı taleplerinin tamamının karşılanacağına ilişkin bağlayıcılık taşımaması hâkim görüşün kabulünü gerektirmektedir. Bu yaklaşımda yatırımcıların alım talepleri icap, şirketin bu taleplere uygun şekilde işlem yapması ise kabul niteliğinde olmaktadır.

Ayrıca belirtelim ki, halka arzda kullanılan satış yönteminin halka arzı gerçekleştirenlerin irade açıklamalarının niteliğini değiştirdiği görüşü<sup>507</sup> de mevcuttur. Söz konusu tespit, halka arz sürecinde ortaya konulan bir irade açıklaması niteliğinde olan

---

<sup>500</sup> **De Jong/Arons**, s. 248.

<sup>501</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Birinci Bölüm-VI-1-“İlkenin Amacı”.

<sup>502</sup> **Easterbrook/Fischel**, s. 674.

<sup>503</sup> **Easterbrook/Fischel**, s. 674.

<sup>504</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-“İlliyet Bağı Karinesi”.

<sup>505</sup> **Tekil**, s. 128, 129; **Yıldız Destanoğlu**, s. 102; **Akbulak, S./Akbulak, Y.**: Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004, s. 81; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 82-86; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 25; **Mutlu Uşaklı, S.**: Halka Arz Kavramı ve Halka Arzın Hukuki Niteliği, İstanbul Barosu Dergisi 2011, C. 85, S. 6, s. 167; **Çatakoğlu, B.**: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, Ankara 2016, s. 113, 114; **Çatakoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 118, 120, 121.

<sup>506</sup> **Ulusoy, Y.**: Sermaye Piyasası Kanunu (Yorum ve Açıklaması), Ankara 1981, s. 33; **Somer, M.**: Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri, İstanbul 1990, s. 95; **Gözüyeşil F. F.**: Sermaye Piyasası Hukukunda İzahnameden Doğan Sorumluluk, Ankara 2019, s. 196, 197, 234.

<sup>507</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 599-601; **Uçar**, s. 11-12.



izahnamenin hukuki niteliğini de etkileyecektir. Bilindiği üzere, SPK'nın "Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)"nde<sup>508</sup> halka arzda kullanılan üç farklı satış yöntemi olarak talep toplama yoluyla satış, talep toplamaksızın satış ve borsada satış yöntemi düzenlenmiştir (m. 13). Bu yöntemlerin her birinin taşıdığı özelliklere göre izahnamenin hukuki niteliği farklılaşacaktır. Talep toplama yoluyla satış açısından sabit fiyatla ve fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemlerinde izahnamenin sözleşmenin esaslı unsurlarını taşıdığı ve bağlayıcılık özelliğine sahip olmasından hareketle öneri niteliğinde olduğu; fiyat teklifi alma yoluyla satışta ise sözleşme nin esaslı bir unsuru olan fiyatın yatırımcılardan gelecek tekliflere göre belirleneceği gerekçesiyle öneriye çağrı niteliğinde görülmesi gerektiği belirtilmiştir<sup>509</sup>. Talep toplamaksızın satış ve borsada satış işlemlerinde de satışa yönelik irade açıklamalarının öneri niteliğinde olduğu zikredilmiştir<sup>510</sup>.

Kanaatimizce, II-5.2 Tebliği'nin 18 ilâ 24. maddelerini kapsayan "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Dağıtım"a ilişkin bölümünde ayrıntılı olarak düzenlenen özel dağıtım ve tahsis usulü, bu yöntemin kullanıldığı hâllerde izahnamenin mutlak şekilde icap ya da icaba davet sayılması olanağını ortadan kaldırmaktadır. Bu düzenlemelerde bazı yatırımcıların taleplerinin karşılanamamasının hukuka aykırılık taşıması<sup>511</sup> kanaatimizce izahnamenin icap olarak nitelendirilmesinin önüne geçer. Ayrıca, II-5.2 Tebliği'nin talep toplama yoluyla satış yönteminin kullanıldığı halka arzlarda izahnamede herhangi bir değişiklik olmasa dahi yatırımcıların taleplerini geri alma haklarına sahip olduklarına izin veren m. 14/3. fıkrası<sup>512</sup> da borçlar hukukundaki icap ve kabule yönelik esaslardan farklı bir yaklaşımı içermektedir. Talep toplamaksızın satış ve borsada satışa ilişkin prosedürel bilgilere Tebliğde yer verilmemesi ise bunlara ilişkin benzer bir nitelendirme yapılmasını güçleştirmektedir.

Esasında ticaret ve sermaye piyasası hukukuna ilişkin kavramların borçlar hukuku teorisinde bir yere oturtulması eğilimi pratikte her zaman işlevsel sonuçları beraberinde getirmemektedir. Bu belirlemeler, yalnızca genel hükümlere başvurmak gerektiğinde uygulanacak hükümlerin tespiti açısından önem taşımaktadır. Bu yüzden, sermaye

---

<sup>508</sup> RG. 28.06.2013, S. 28691.

<sup>509</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 600-601.

<sup>510</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 600-601.

<sup>511</sup> SerPK m. 14/2. fıkrasına göre, talep toplama yoluyla satışta "...Satışı planlanan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talep toplanmış olması, bu taleplerin mutlaka karşılanacağı anlamına gelmez."

<sup>512</sup> "İzahnamede aksi belirtilmediği sürece, talep toplama yoluyla satış yönteminin kullanıldığı halka arzlarda izahnamede herhangi bir değişiklik olmasa dahi, yatırımcılar talep toplama süresi içerisinde taleplerini değiştirme ya da geri alma hakkına sahiptirler."

piyasası hukukunun özel ihtiyaçları çerçevesinde oluşturulup unsurları, içeriği, şekli, hüküm ve sonuçları sermaye piyasası mevzuatında kapsamlı şekilde düzenlenmiş olsa da, izahnamenin hukuki nitelik itibarıyla icap ya da icaba davet olarak değerlendirilmesinin teorik bir değeri olduğuna şüphe yoktur. Ancak, ileride meydana gelebilecek bir uyuşmazlıkta bu nitelendirmenin uygulamaya ilişkin bir hukuki sonuç doğurma olasılığı oldukça düşüktür.

### **3- İzahnamenin Onayı ve Yayımı Zorunluluğunun Söz Konusu Olduğu Hâller**

Kanun koyucu, izahname hazırlanması ve hazırlanan izahnamenin SPK tarafından onayı ve gerekli usullere uygun şekilde yayımı zorunluluğunu sermaye piyasası araçlarının halka arzı veya borsada işlem görebilmesi olmak üzere iki ana sebebe bağlı öngörmüştür.

Hemen belirtelim ki, 7061 sayılı Kanun<sup>513</sup> ile SerPK'ya dercedilen kitle fonlamasına ilişkin hükümler dolayısıyla kanun koyucu kitle fonlaması<sup>514</sup> yoluyla halktan para toplanmasında izahname hazırlanması ve onayı yükümlülüklerinin söz konusu olmadığına ilişkin açıklamayı da Kanuna eklemiştir (7061 sayılı Kanun m. 108; SerPK m. 4/1).

#### **A- Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı**

Sermaye piyasasında fon transferinin gerçekleştirilmesi imkânı bu piyasadaki işlemlerin konusunu oluşturan araçların ihracı ile doğar. İhraç, “*çıkarma*” ve “*yurtdışına mal satımı*” anlamlarına gelen bir kelimedir<sup>515</sup>. Sermaye piyasasındaki görünümü ise sermaye piyasası araçlarının çıkarılmasına yönelik anlamıdır. Bu açıdan hukuki anlamıyla ihraç (*issue*, *Emission*), “*sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışını*” ifade eder (SerPK m. 3.1.ğ).

<sup>513</sup> “Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” (RG. 05.12.2017, S. 30261).

<sup>514</sup> Kitle fonlaması, “*Bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde bu Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasını*” ifade eder (SerPK m. 3/1.z). Kanun koyucu, kitle fonlaması yoluyla para toplayan şirketleri ihraççı saymadığı gibi (SerPK m. 3/1.h) bu ortaklıkların pay sahibi sayısı 500’ü aşsa bile halka arz varsayımı çerçevesinde halka açık anonim şirket olarak kabul etmemiştir (SerPK m. 16/1).

<sup>515</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü (www.tdk.gov.tr).

Görüldüğü üzere, sermaye piyasası araçlarının varolmasını, bir anlamda doğumunu sağlayan ihraç işlemi, halka arzlı veya halka arzsız olmak üzere iki farklı türde satışı içermektedir. Bunlar içerisinde halka arz (*public issue, öffentliches Angebot*), “*sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış*” olarak tanımlanmaktadır (SerPK m. 3.1.f). Halka arzın ayırt edici yönü satışın belirli bir kişi ya da kişilere değil genel bir çağrı sonucu belirsiz bir kitleye yönelik olmasıdır. Bu şekilde, sadece belirli bir kesimi hedef alan ihraçla değil, halka arz ile şirket, ortaklık veya alacak hakkı yahut karma<sup>516</sup> nitelikte ilişki sağlayan araçlarla halkın iktisadi yaşama katılımı ve sermayenin tabana yayılması mümkün olur.

Sermaye piyasası araçlarının satın alınmasına yönelik çağrı yazılı ya da sözlü şekilde ve genel nitelikte olmalıdır. Bu açıdan, genel nitelikte çağrıdan yazılı ve görsel basın aracılığıyla, el ilânlarıyla, panolara yapıştırılan ilânlar yoluyla, PTT kanalıyla yahut internet aracılığıyla yapılan duyuruların kullanılabileceğinin anlaşılması gerektiği ifade edilmiştir<sup>517</sup>. Önem taşıyan husus, bu çağrının bütün süreçleriyle SerPK ve SPK düzenlemelerine uygun şekilde gerçekleştirilmesidir. Aksi takdirde, hukuki sorumluluğun doğmasının yanı sıra bir sermaye piyasası suçu olan usulsüz halka arz söz konusu olur<sup>518</sup>.

Halka arzlarda sınırları belirsiz geniş bir kitleye belirli birtakım koşullarla satışın yapılması dolayısıyla satıcı konumundaki ihraççı ile alıcıların görüşme yapma, bilgi alma ve tartışma fırsatının olmayışı alıcıları koruyucu bir sistemin öngörülmesini zorunlu

---

<sup>516</sup> Eski adıyla hisse senedine dönüştürülebilir tahviller yeni adıyla paya dönüştürülebilir tahvillerin şirket ile bu araçlara sahip olan kişiler arasında karma nitelikte ilişki kurduğu hakkında bkz. **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 43; **Aydoğan, G.:** Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, İstanbul 2013, s. 30. Kâra iştirakli tahviller ile katılma intifa senetlerinin karma nitelikli sermaye piyasası araçları oldukları hakkında bkz. **Sayılğan**, s. 86.

<sup>517</sup> **Tekinalp/Çamoğlu**, s. 23; **Ünal**, HAAO, s. 23; **Yıldız Destanoğlu**, s. 97; **Mutlu Uşaklı**, 2011, s. 160; **Çatakoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 119; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 22.

<sup>518</sup> İzahnamenin SPK tarafından onayı öncesinde sermaye piyasası araçlarının satışı için çağrı yapılması hâlinde bunu takip eden satış işleminin geçersiz olacağı düşüncesi hakkında bkz. **Kütükçü, D.:** Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Dağıtılması ve Halka Dağıtımdan Doğan Sorumluluk, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 9, S. 117-118, s. 177.

Hemen belirtelim ki, yazarın, yabancı dildeki karşılıklarıyla uyumlu ve yerleşik bir kanuni terim olan “halka arz”ı ifade etmek üzere kanaatimizce isabetsiz şekilde “halka dağıtım”ı tercih ettiği çalışmasında ileri sürdüğü ve bir parça belirsizlik taşıyan bu görüşünü kabul edebilmek mümkün değildir. Zira şirket tarafından halka arz kararı alınıp da SPK’nın bu halka arza ilişkin izahnameyi henüz onaylamadığı bir süreçte şirket tarafından sermaye piyasası aracının halka arzına dair reklam ve açıklamalar yapılabilir (İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 27/2). Yazarın ifadesi sermaye piyasası mevzuatına aykırı olmamak koşuluyla yapılacak bu tür reklam ve açıklamaların satış işlemini geçersiz kılacağı yönünde bir yanlış algıya götürebilme riskini içinde barındırmaktadır.

kılmaktadır<sup>519</sup>. Halka arz sürecinde izahname düzenlenmesi gerekliliği de buradan kaynaklanmaktadır.

İzahname düzenleme yükümlülüğünün doğumu açısından SerPK'ya göre halka arzın ilk halka arz (*initial public offering, erstmaligen öffentlichen Angebot*) mı yoksa daha sonra gerçekleştirilen bir halka arz mı olduğu konusunda kural olarak bir fark bulunmamaktadır<sup>520</sup>. Ancak, SerPK ile getirilen ve aşağıda ayrıca açıklanacak olan bir yeniliği burada da belirtmekte yarar vardır. Kanunun 9. maddesine göre izahnamenin yayımından itibaren geçecek oniki aylık süre içerisinde bir başka izahname yayımlamaya gerek olmaksızın halka arzın gerçekleştirilebilmesi mümkündür. Bu durumda yalnızca izahnamenin yayımı ile sonraki ihracın gerçekleştirilmesi arasındaki gelişmelerden doğan gerekli ek ve değişikliklerin yapılması, bunların SPK tarafından onayı ve nihayet izahnamede olduğu gibi yayımı yeterli olmaktadır.

İhracın diğer türünü oluşturan halka arz edilmeksizin satış şekillerinde izahname hazırlanması mecburiyeti yoktur. Halka arzsız ihracın alt türleri olan “tahsisli satış” ve “nitelikli yatırımcılara satış” SPK’nın “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)”nde<sup>521</sup> yer bulmuştur<sup>522</sup>. Halka arzsız ihraçta genel bir çağrı sonucunda gerçekleştirilen satış söz konusu olmadığından, izahname çapında aydınlatıcı bir belgenin hazırlanmasına gerek görülmemiştir. Halka arzın söz konusu olmadığı bu tür durumlarda aşağıda<sup>523</sup> ayrıca açıklanacak olan bir ihraç belgesi hazırlanıp bu belge Kurul’un onayına sunulacak ve gerekli usullere uyularak yayımlanacaktır.

Halka arzlarda izahname hazırlanması genel kural olmakla birlikte, SPK’nın İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinin “*İzahname hazırlama yükümlülüğünden muaflık ve izahname hazırlanmasını gerektirmeyen durumlar*” kenar başlıklı 6. maddesinde belirli durumlar iki farklı kategoride ifade edilerek bu zorunluluğun dışına çıkarılmıştır<sup>524</sup>. Bunlardan muaflıklerde ve genel kural çerçevesinde izahname hazırlanması zorunlu birtakım hâllerde SPK tarafından zorunluluğun ortadan kaldırılması söz konusudur (m. 6/1). Diğer kategoride ise tereddüt doğmaması adına izahname zorunluluğunun söz konusu olmadığı birtakım durumlar açıklığa kavuşturulmuştur (m. 6/2). Hemen belirtelim ki, SPK’nın söz konusu düzenlemesi SerPK m. 5’e dayanan

<sup>519</sup> **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 117, 118.

<sup>520</sup> Krş. İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 6/3.

<sup>521</sup> RG. 28.06.2013, S. 28691.

<sup>522</sup> Pay Tebliğinin m. 13/2. fıkrası uyarınca şarta bağlı sermaye artırımını yolu ile yapılacak pay satışları da “tahsisli satış” niteliğindedir.

<sup>523</sup> Bkz. İkinci Bölüm-VI-4-A-“İhraç Belgesi”.

<sup>524</sup> Bu hâller hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Uçar**, s. 57-59.

kanuni bir yetkinin kullanımı niteliğinde olduğundan SerPK'ya aykırılık söz konusu değildir.

Son olarak belirtelim ki, sermaye piyasası araçlarının ihracının söz konusu olup da izahname hazırlanması zorunluluğunun öngörülmediği durumların ortak özelliği, bu tür durumlar için izahnameden beklenen faydalardan yararlanmaya gerek görülmemesidir. Dolayısıyla bu tür ihraçların hitap ettiği kişi çevresinin izahnameden doğan hukuki sorumluluğun özel koruma şemsiyesi altına alınmasına lüzum görülmediğini vurgulamak gerekir.

## **B- Sermaye Piyasası Araçlarının Borsa'da İşlem Görmesi**

İzahname düzenleme zorunluluğunun bulunduğu bir diğer hâl, sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmesidir. Sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü alan, bu piyasadaki alıcı ve satıcıları bir araya getiren ortamı ifade eder<sup>525</sup>. Gelişen teknolojik olanaklar, piyasa kavramına vücut veren bir araya gelme hususunun, alıcı ve satıcıların fiziken bir araya gelmeleri değil alım-satım isteklerinin buluşması şeklinde algılanmasını sağlamıştır<sup>526</sup>. Bu noktada, durum organize bir piyasanın mevcut olup olmadığına göre farklılaşmaktadır. Organize piyasa denildiğinde, işleyişi belirli merkezi kurallara tabi kılınmış kurumsal yapılar olarak borsa kavramı karşımıza çıkar<sup>527</sup>.

Modern sermaye piyasaları açısından bakıldığında, Amsterdam Borsası payların ve devlet borçlanma araçlarının da işlem gördüğü ilk borsa olarak kabul edilmektedir<sup>528</sup>. İlk pay senedi ihracı da bu borsada yapılmıştır<sup>529</sup>. Ülkemizdeki ilk borsa ise daha önce de

---

<sup>525</sup> Borsa kavramı, borsaların gelişimi ve organları ile borsada işlem türleri ve faaliyette bulunan kişilerin sınıflandırılması konusunda hukuki bugünkü yapıya ışık tutan tarihsel bir sınıflandırma için bkz. **Teoman, Ö.**: Menkul Değer Borsaları ve Alman Sistemi, Tüm Makalelerim (1971-2001), C. I-II, 2. Bası, İstanbul 2012, s. 213-233.

<sup>526</sup> **Sayılğan**, s. 25.

<sup>527</sup> Alıcı ve satıcıyı bir araya getiren yeri ifade eden borsa oluşumunun temelini çok eskilere dayandığı, M.Ö. 180 yılında Roma'da ilk menkul kıymet borsasının açıldığı aktarılmaktadır (**Tanör**, C. 1, s. 8, 9; **Fertekligil**, s. 1; **Arık**, s. 18).

Borsa kelimesinin ise 13. yüzyılda Brugge kentinde yaşamış olan *Van der Buerse* ailesinin adından geldiği dile getirilmiştir (**Teoman**, s. 216; **Tanör**, C. 1, s. 8; **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 42; **Arık**, s. 19). Bu dönemde, anılan bölgedeki tüccarlar bu ailenin evinin önünde toplanıp ticari anlaşmalarını ve alım satım işlemlerini burada yapmışlardır. Brugge şehri de bu dönemlerde Akdeniz ülkeleri ile Kuzey Avrupa ülkeleri arasında ticareti yapılan malların aktarma limanı olarak uluslararası bir öneme sahip finansal bir merkez olmuştur. Daha sonra kullanılan Antwerp Borsası ise modern anlamda ilk uluslararası borsa olarak nitelendirilen yer olarak daha sonra oluşturulan Amsterdam ve Londra Borsaları'na da örnek teşkil etmiştir (**Teoman**, s. 216; **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 42; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 5).

<sup>528</sup> **Memiş/Turan**, s. 16.

<sup>529</sup> **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 5.

değiniildiği gibi Osmanlı Devleti döneminde 1866'da açılan Dersaadet Tahvilât Borsası'dır<sup>530</sup>. Son olarak 6362 sayılı SerPK ile oluşturulan Borsa İstanbul Anonim Şirketi (BİST) önceki Kanun döneminde kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) yerini almıştır.

Borsalar, en yalın ifadeyle, belirli kurallar dahilinde organize edilmiş şekilde sermaye piyasası araçlarının alınıp satıldığı yerlerdir. Günümüzde borsaları fiziki bir mekan ile sınırlı düşünmemek gerekir. Borsada işlem yapmasına izin verilen kişiler işlemlerini internet aracılığıyla dünyanın her yerinden kolaylıkla yapabilmektedir.

Yalnız, sermaye piyasasını borsadan ibaret görmemek gerekir. Borsalar, sermaye piyasasının yalnızca işlevsel bir parçasıdır. Bu kuruluşlar, sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerin kotasyon kuralları ve işlem görme esaslarına göre güvenilir koşullar altında yapılmasını sağlamaktadır. Bu bağlamda, borsaların, sermaye piyasası araçlarına likidite kazandırması ve sermayenin tabana yayılmasına katkıda bulunması, ekonomik durum hakkında bir gösterge niteliği taşıması, endüstride yapısal değişiklikleri kolaylaştırması söz konusu olmaktadır<sup>531</sup>. Borsalar; şirketler açısından kredibilite, tanıtım, kurumsallaşma sağlayıcı bir araç fonksiyonu da görür<sup>532</sup>. Keza, payların borsa değerinin TTK ve SerPK ile getirilen değişik birtakım düzenlemelerde (TTK m. 202/2, 208; SerPK m. 24/1) esas alınması da borsanın işlevleri arasına eklenebilir. Borsanın sermaye piyasası açısından taşıdığı önem öyle bir düzeydedir ki, BİST'in yerini aldığı İMKB'nin 1986'da faaliyete geçişinin Türk sermaye piyasasının gerçekten doğuşu olarak tarif edilmesine yol açmıştır<sup>533</sup>. Bu bağlamda borsa "sermaye piyasasının kalbi" olarak dahi nitelendirilmektedir<sup>534</sup>.

İhraççıların çıkardığı sermaye piyasası araçlarının sıkı kurallara tabi olarak organize bir piyasada tedavülü borsalarda kotasyon kuralları ve işlem görme esasları çerçevesinde gerçekleşir. SerPK m. 65-73. maddeleri arasında ve Kanunun 138.

---

<sup>530</sup> **Fertekligil**, s. 7; **Karacan**, s. 1, 3. Bu Borsa, Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasından kısa bir süre sonra kapatılmış ve 1926'da tekrar açılmıştır (**Karacan**, s. 3).

<sup>531</sup> Borsanın işlevleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Çevik, K.:** Ekonomi Hukuku, Ankara 1986, s. 32; **Karlı**, s. 154-157; **Yürük, A. T.:** Sermaye Piyasası Hukuku (Ders Notları), Eskişehir 1991, s. 121-123; **Tanör, C. 1**, s. 7, 8; **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 63, 64; **Sayılğan**, s. 26; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 225, 226; **Taner/Akkaya**, s. 83-85.

<sup>532</sup> **Memiş/Turan**, s. 51.

<sup>533</sup> **Tanör, C. 2**, s. 60.

<sup>534</sup> **Tanör, C. 1**, s. 7; **Nomer Ertan, F.:** Sermaye Piyasası Hukukunun Hukuk Sistemimizdeki Yeri, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (03.11.2015), İstanbul 2019, s. 19; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 4. Krş. **Çelebican, G.:** Bankalarla İlişkileri Bakımından Sermaye Piyasası, Batider 1966, C. 3, S. 4, s. 690.

maddesinde borsaya ilişkin hukuki alt yapıya yer verilmiştir. Kanun koyucu ayrıca teşkilatlanmış diğer pazar yerlerini de tanımaktadır (m. 66). Borsa İstanbul'un işleyişi, Borsa düzenlemeleri ile işlem kuralları çerçevesinde gerçekleştirilmektedir<sup>535</sup>. Bu bağlamda, Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği<sup>536</sup> ile Borsa İstanbul A.Ş. Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar ile İlgili Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği<sup>537</sup> başta olmak üzere değişik alt düzenlemeler mevcuttur.

Sermaye piyasası araçlarının Borsa'da işlem görmesi için izahname düzenlenmesi zorunluluğu ortak sayısı dolayısıyla halka açık anonim şirket sayılan ancak payları henüz Borsa'da işlem görmeyen anonim şirket paylarının Borsa'da işlem görmesi sürecinden kaynaklanmaktadır<sup>538</sup>. Burada her ne kadar sermaye piyasası araçlarının satın alınması için yapılan genel bir çağrı söz konusu olmasa da, araçların borsada işlem görmesi hâlinde geniş bir yatırımcı kitlesine hitap edileceği ve borsada işlem yapmakta olan ve ileride yapacak kişilerin kararlarını etkileyecek olması gerekçesiyle izahnamenin düzenlenmesi ve SPK tarafından onayı öngörülmüştür<sup>539</sup>.

Sermaye piyasası araçlarının Borsa'da işlem görmesi dolayısıyla düzenlenecek olan izahnameden doğan hukuki sorumluluk düzenlemeleri, yatırımcının korunması ilkesinin tarihsel süreçteki ilk şekillerinden olup birçok ülkede modern hukuki şeklini 18. yüzyılın ikinci yarısında almıştır<sup>540</sup>. Esasen sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmesi sadece piyasaya giriş açısından değil ikinci el piyasada kamuyu aydınlatma açısından da etkili olmuştur. Borsa, alıcı ve satıcıyı bir araya getiren bir mekan olarak daha fazla kişinin menfaatinin söz konusu olmasını sağlamaktadır. Örneğin, ABD'de yıllık sürekli kamuyu aydınlatma zorunluluğu 1934'den 1964'e kadar yalnızca ulusal borsada sermaye piyasası araçları işlem gören şirketler için zorunlu olmuştur<sup>541</sup>.

Açıklanan çerçevede, ortak sayısı sebebiyle halka açık sayılan anonim şirket paylarının borsada işlem görmesi için öngörülen izahname düzenlenmesi, onayı ve yayımı zorunluluğu kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin bir parçasını oluşturmaktadır.

---

<sup>535</sup> BİST'in yapısı, piyasalar, işlem usul ve esasları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Gündoğdu, A.:** Türkiye'de Sermaye Piyasasının Değişen Yüzü, Ankara 2015, s. 53-132.

<sup>536</sup> RG. 19.10.2014, S. 29150.

<sup>537</sup> RG. 19.10.2014, S. 29150.

<sup>538</sup> **Manavgat,** Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 121.

<sup>539</sup> **Çetin/Töremiş/Cantimur,** s. 23.

<sup>540</sup> **Hopt,** Die Haftung für Kapitalmarktinformatoren, s. 101, 102.

<sup>541</sup> **Easterbrook/Fischel,** s. 684.

Bu zorunluluğun hiç ya da gereği gibi yerine getirilmemesi de hukuki sorumluluk doğuracaktır.

#### 4- İzahnamenin İçeriği ve Şekli

İzahnamenin içeriğinde nelerin yer alması gerektiği hem halka arz süreci açısından hem de bu belgeden doğan hukuki sorumluluk açısından önem taşımaktadır. İzahnamenin sahip olması gereken içerik, bir taraftan bu belgenin halka arz için yeterliliğin değerlendirilmesinde diğer taraftan da izahnamenin eksik olup olmadığının tespitinde esas alınır.

İzahnamenin içeriğinin genel çerçevesi izahnamenin tanımında çizilmiştir. SerPK m. 3.1.j bendinde yer alan *“İhraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren”* ifadesi, izahnamenin ne olduğunun yanı sıra nelerden oluştuğunu da ortaya koymaktadır. Ancak, bu tür bilgilere yer verilen belirli izahname format ve standartları alt düzenlemeler çerçevesinde şekillenmektedir. İzahnamede yer alması gereken asgari bilgileri belirleme yetkisi SerPK m. 5 uyarınca SPK’ya aittir. Bu tür ayrıntılı hususların Kanunda belirtilmeyip düzenleyici otoriteye bırakılmış olması, değişim ve gelişimlere daha kolay ayak uydurulabilmesi açısından işlevseldir. Nitekim bu yaklaşım geçmişte de olumlu karşılanmıştır<sup>542</sup>.

Daha önce de belirtildiği gibi, izahname ile ilgili temel alt düzenleme “İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği”dir. Bu Tebliğ, izahnamenin içeriği açısından liste sunmamakla birlikte bütünüyle esas alınması gereken bir düzenlemedir. Keza ihraç edilecek sermaye piyasası aracına ilişkin tebliğlerdeki düzenlemeler de göz önünde bulundurulmalıdır. Özellikle her aracın karakteristik niteliklerinden doğan ihtiyaçlar doğrultusunda ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin izahnamede yer alması istenen hususlar bu bağlamda farklılaşabilmektedir<sup>543</sup>.

Tebliğin m. 21/1. fıkrasında, ihraçla ilgili bütün belgelerde bulunması gereken asgari bilgilerin Kurul tarafından belirleneceği öngörülmüştür. SPK’nın bu kapsamda

<sup>542</sup> Kabaalioglu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 160; İhtiyar, s. 124; Memiş/Turan, s. 66.

<sup>543</sup> 2499 sayılı mülga SerPK döneminde ihraç edilecek aracın türüne göre izahname içeriklerinin Kurulca farklı şekillerde belirtilmesinin eleştirisi hakkında bkz. Mutlu Uşaklı, S.: Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri, İstanbul 2010, s. 139.



yayımladığı izahname ve ihraç belgesi format ile kılavuzları mevcuttur<sup>544</sup>. Bu format ve kılavuzlar Anayasa’da öngörülen temel düzenleyici işlemlerden değildir. Ancak, idare hukuku öğretisine göre, temel düzenleyici işlemlere girmese dahi kanuna aykırı olmaması ve kanuna dayanması koşuluyla başka isimler altında da düzenleyici işlemler yapılabileceği kabul edilmektedir. *Gözler*, “kararname”, “karar”, “tebliğ”, “sirküler”, “genelge”, “ilke kararı”, “esaslar”, “yönerge”, “talimat”, “statü”, “genel emir”, “tembihname”, “genel tembih”, “ilân”, “duyuru”, “plan”, “tarife” ve “açıklama”yı “atipik/adsız düzenleyici işlemler”e örnek olarak göstermektedir<sup>545</sup>. SPK tarafından hazırlanıp yayımlanan izahname formatlarında düzenleyici işlemlerin karakteristik vasıfları olan genel, kişilik dışı, bir kez kullanılmakla tükenmeyen, objektif ve soyut kuralların söz konusu olması ile SerPK m. 5’in SPK’ya verdiği yetki bağlamında yayınlanması gerekçeleriyle izahname formatlarının “atipik/adsız düzenleyici işlemler” kategorisi içerisinde yer aldığının kabulü gerekir.

Hemen belirtelim ki, izahname içeriğinin önemi, bu konuda yeknesak hukuk arayışını beraberinde getirmiştir. AB’nin 2005’de yürürlüğe giren 809/2004 sayılı Tüzüğü<sup>546</sup> izahnamenin format ve içeriklerine ilişkin ayrıntılı düzenlemelere sahiptir. Ayrıca, mülga İzahname Direktifi’nde olduğu gibi İzahname Tüzüğü’nün bütünü de bu konuda göz önüne alınmalıdır. İzahname Tüzüğü’nün I nolu ekinde (ANNEX I) izahnamede bulunması gereken asgari bilgiler bir plan dahilinde başlıklararak sunulmuştur.

Hukukumuzda izahnamenin tek veya birden fazla belge şeklinde oluşturulabilmesine izin verilmiştir (SerPK m. 4/4). Parçalı izahnamenin kaynağı 2003/71 İzahname Direktifi’dir (m. 5/3). Yönergenin yerini alan 2017/1129 sayılı Tüzük’te de izahnamenin ayrı ayrı belgelerden oluşabileceği düzenlenmiş ve bu durumda izahnamenin kayıt belgesi (*registration document*), menkul kıymet notu (*securities note*) ve özetten (*summary*) oluşması gerektiği öngörülmüştür (m. 6/3)<sup>547</sup>. SPK tarafından da

---

<sup>544</sup>Bkz. <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=12&pid=0&sub id=12&submenuheader=0>.

<sup>545</sup> **Gözler, K.:** İdare Hukukuna Giriş, Bursa 2006, s. 179.

<sup>546</sup> “Commission Regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements” (OJ. 30.04.2004, L. 149, p. 1-126).

<sup>547</sup> Ayrı ayrı belgelerden oluşan izahnamenin, halka arza esneklik sağladığı fakat yatırımcılar açısından riskleri içinde barındırdığı hakkında bkz. **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 123.

buna paralel şekilde, birden fazla belge şeklindeki izahnamenin ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özetten oluşması kararlaştırılmıştır.

Tüzük'te kayıt belgesi olarak adlandırılan ve ihraççı hakkında gerekli tüm bilgileri içermesi öngörülen (m. 6.3) belge hukukumuzda daha doğru sayılabilecek bir terim olarak ihraççı bilgi dokümanı terimiyle ifade edilmiştir. Sermaye piyasası aracı notu ise ihraç olunan yahut organize bir piyasada işlem görmesi için başvuruda bulunulan menkul kıymete ilişkin bilgileri içeren bir belgedir (m. 6.3). Birden fazla belgeden oluşan izahnamede söz konusu belgeler arasında izahname özetinin üzerinde özel olarak durmakta yarar vardır. İzahname özetine ilişkin esaslar Tüzüğün 7. maddesinde de kapsamlı şekilde düzenlenmiştir. İzahname özeti, satışın yapılacağı yatırımcılara ihraççı ve araç hakkında kilit bilgilerin sunulduğu bir belgedir (m. 7.1). İzahnamenin kapsamlı, uzun ve ayrıntılı teknik bilgileri içeren bir belge olması dolayısıyla söz konusu karmaşık bilgilerin yatırımcılar tarafından anlaşılmasına hizmet eden hukuki araç izahname özeti olmaktadır. İzahname özetini konumuz açısından özel kılan esas husus ise izahname özetinden doğan hukuki sorumluluk noktasındadır<sup>548</sup>.

Hukukumuzda izahnamenin içermesi öngörülen bilgileri ana başlıklar altında ifade etmek gerekirse, SPK'nın yayımladığı tek belgeden ibaret bir pay izahnamesi format ve kılavuzunda öngörülen hususlar göz önüne alınabilir<sup>549</sup>. İzahname, niteliği gereği oldukça kapsamlı şekilde bilgi yüklü bir belgedir. Daha önce de değinildiği üzere, kamuyu aydınlatmanın üzerine kurulu olduğu varsayımlardan birisi piyasa katılımcıları tarafından öğrenilerek değerlendirme yapıldığı ve sunulan bilginin her durumda araç

---

<sup>548</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-E-“İzahname Özetinden Doğan Hukuki Sorumluluk”.

<sup>549</sup> Bu düzenlemeye göre izahnamede öncelikle “Geleceğe Yönelik Açıklamalar”, “İçindekiler”, “Kısaltma ve Tanımlar”, “Borsa Görüşü” ve “Diğer Kurumlardan Alınan Görüşler” başlıklarına yer verilmelidir. Hemen sonrasında sırasıyla şu bilgilere yer verilmesi öngörülmüştür: İzahnamenin Sorumluluğunu Yüklenen Kişiler, Özet, Bağımsız Denetçiler, Seçilmiş Finansal Bilgiler, Risk Faktörleri, İhraççı Hakkında Bilgiler, Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler, Grup Hakkında Bilgiler, Maddi Duran Varlıklar Hakkında Bilgiler, Faaliyetlere ve Finansal Duruma İlişkin Değerlendirmeler, İhraççının Fon Kaynakları, Araştırma ve Geliştirme, Patent ve Lisanslar, Eğilim Bilgileri, Kâr Tahminleri ve Beklentileri, İdari Yapı, Yönetim Organları ve Üst Düzey Yöneticiler, Ücret ve Benzeri Menfaatler, Yönetim Kurulu Uygulamaları, Personel Hakkında Bilgiler, Ana Pay Sahipleri, İlişkili Taraflar ve İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemler Hakkında Bilgiler, Diğer Bilgiler, Önemli Sözleşmeler, İhraççının Finansal Durumu ve Faaliyet Sonuçları Hakkında Bilgiler, İhraç ve Halka Arz Edilecek Paylara İlişkin Bilgiler, Halka Arza İlişkin Hususlar, Borsada İşlem Görmeye İlişkin Bilgiler, Mevcut Payların Satışına İlişkin Bilgiler ile Taahhütler, Halka Arz Geliri ve Maliyetleri, Sulanma Etkisi, Uzman Raporları ve Üçüncü Kişilerden Alınan Bilgiler, İştirakler Hakkında Bilgiler, Paylar ile İlgili Vergilendirme Esasları, İhraççı veya Halka Arz Eden Tarafından Verilen İzin Hakkında Bilgi, İncelemeye Açık Belgeler, Ekler.

İzahname içeriğinde yer alması gereken bilgiler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Gözüyeşil**, s. 170-182.

fiyatlarına yansıtacağı<sup>550</sup> olmakla birlikte, izahnamelerin içeriklerinin yoğun olması fiiliyatta bütün yatırımcılar tarafından derin inceleme konusu yapılmamasına yol açar. Ancak, doğrudan izahnameden bilgi edinme oranı yatırımcıların niteliğine göre farklılaşmaktadır. Kurumsal yatırımcıların izahnameyi inceleyerek bilgi edindiği; bireysel yatırımcıların ise finansal aracılar kanalıyla bilgiye ulaştıkları ifade edilmektedir<sup>551</sup>.

İzahnamede yer alması gereken bilgilerin bu şekilde belirlenmesi nelerin açıklanması gerektiği konusunda yol göstericidir. Konuyla ilgili hukuki düzenlemeler, şirketlerin bilmeden ve istemeden belirli verileri eksik bırakma ya da gereksiz açıklamalar yapma ihtimalini azaltıcı etki doğurur. İzahname içeriklerinin uluslararası düzenlemelerle standardize edilmesi, bu belgenin içerdiği bilgilerin karşılaştırılabilirlik niteliğine katkı sağlamaktadır. Bu şekilde yatırımcılar objektifleştirilmiş parametreleri dikkate alarak karar verme imkânına sahip olmaktadır.

İzahnamede yer alan bilgileri ayrı ayrı inceleyebilmek bu çalışmanın amacını aşar. Yalnız, bu belgenin farklı kişiler tarafından oluşturulan farklı nitelikte bilgileri içerdiğini söylemek mümkündür. Bu durumun hem sorumluluğun doğup doğmadığı hem de kimlerin sorumlu olacağı açısından göz önüne alınması gerekir. Örneğin, izahname geçmişe yönelik bilgileri içerdiği gibi geleceğe yönelik birtakım bilgileri de içerir. Bunlar arasında geçmişe dair veriler anlık fotoğrafın ortaya çıkmasını sağlarken geleceğe yönelik değerlendirmeler şirkete ilişkin başlıca riskleri, belirsizlikleri ve beklentileri içerir. Her iki türden veriler, geleceğe yönelik bir öngörü ve muhakeme imkânı sağlar. Ancak, bu kategorik ayrım, sorumluluk açısından belirli bakış açısı farklılıklarını beraberinde getirecektir<sup>552</sup>. Ayrıca, izahname sadece finansal bilgilerden ibaret bir belge de değildir. Finansal nitelikteki bilgilerin oluşturulması aşamasında sürece dahil olan kişilerle diğer türden, örneğin hukuki nitelikteki bilgilerin oluşturulmasına katkı sağlayan kişiler farklılaşmaktadır.

## **5- İzahnamenin Hazırlanmasında Görev ve Yetki**

İzahnameyi hazırlama görev ve yetkisinin kime ya da kimlere ait olduğu hususu, hem halka arz süreci açısından hem de bu belgeden doğan hukuki sorumluluk açısından önem taşımaktadır.

---

<sup>550</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Birinci Bölüm-VI-1-“İlkenin Amacı”.

<sup>551</sup> **Wieneke**, s. 109.

<sup>552</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-e-cc-“Geleceğe Yönelik Değerlendirmelerden Hukuki Sorumluluk”.

İzahnamenin hazırlanması, kural olarak sermaye piyasası araçları halka arz edilen ya da borsada işlem görecektir olan şirketlerin sorumluluğundadır. Bunun tek istisnası, şirketin bizzat değil, sermaye piyasası araçlarına sahip olan gerçek ya da tüzel kişilerin sahip oldukları sermaye piyasası araçlarını “halka arz eden” sıfatıyla halka arz etmeleridir (SerPK m. 3.1.g). Kanun koyucu, halka arz eden tarafından izahnamenin düzenlenmesi sırasında, ihraççının izahname hazırlanmasında kolaylaştırıcı tedbirleri alması zorunluluğunu ortaya koyan SerPK m. 4/5. fıkrasıyla, dolaylı da olsa, bu durumlarda izahname hazırlanmasının halka arz eden kişilerin sorumluluğunda olduğunu düzenlemiş olmaktadır. Bu nedenle, bahsedilen durumlarda halka arz edenin izahnameden hukuki sorumluluğu doğacaktır<sup>553</sup>.

Peki şirket içerisinde izahnameyi hazırlama görev ve yetkisi kimdedir? Bu sorunun cevabına Kanunda açıkça yer verilmese de, anonim şirketin organsal düzeni bağlamında konuya bakıldığında yanıt bulunabilir. Bilindiği üzere, anonim şirket genel kurulu kanunda ya da esas sözleşmede açıkça öngörülen hâllerde karar alma yetkisiyle donatılmış bir organken (TTK m. 408/1); yönetim kurulu ve kendisine bırakılan alanda yönetim, kanun ve esas sözleşme uyarınca genel kurulun yetkisinde bırakılmış bulunanlar dışında, şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gerekli olan her çeşit iş ve işlemler hakkında karar almaya yetkilidir (TTK m. 374/1). Şu hâlde, izahnamenin hazırlanmasının yönetim kurulunun görev ve yetkisine dahil olduğunda şüphe yoktur. Bu yetkinin devamı olarak izahname ile ilgili diğer işlemler de yönetim kurulunun sorumluluğundadır. Hemen belirtelim ki, bu husus yönetim kurulunun devredilemez ve vazgeçilemez görev ve yetkileri arasında sayılmamıştır (TTK m. 375). Ancak, izahnamenin düzenlenme amacı göz önüne alındığında, halka arz işlemi dolayısıyla şirketi ve ilgili diğer kişileri yüksek miktarda meblağ ile ve çok sayıda kişiye karşı sorumlu kılacak bu denli önemli bir belgenin hazırlanmasının, tıpkı finansal raporlar gibi<sup>554</sup> yönetim kurulunun kurul olarak sorumluluk taşıdığı işler kategorisinde kabul edilmesi gerekmektedir.

İzahnamenin özel önemi dikkate alındığında, uzman kişilerce hazırlanması gerektiği açıktır. Bu noktada, halka arza aracılık eden yetkili kuruluşlardan yararlanılmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak ya da yüklenimde bulunulmaksızın satışa aracılık edilmesi sermaye piyasası faaliyetleri arasında yer almaktadır (SerPK m. 37/1.e,f). Bu faaliyetlerde bulunma yetkisi münhasıran

---

<sup>553</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-III-2-C-“Halka Arz Edenler”.

<sup>554</sup> Bkz. İkinci Bölüm-IV-5-“Finansal Raporların Hazırlanması ve Yayımları Görev ve Yetki”.

aracı kurumlardadır (SerPK m. 3/1.a). Bu kuralın tek istisnası ise yatırım ve kalkınma bankalarına da bu yetkinin tanınmış olmasıdır (SerPK m. 39/9).

Yukarıda belirtilen çerçevede izahname hazırlanması görev ve yetkisi ile bu sürece katılanların izahnameden sorumlu kişilerin tespitinde göz önüne alınması kaçınılmazdır. Halka arza aracılık etme yetkisi verilen “yetkili kuruluş”lar da İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği ile SerPK’nın yukarıda belirtilen düzenlemesine paralel şekilde “*Kurulca sermaye piyasası araçlarının halka arzında satışa aracılık etmek üzere yetkilendirilmiş aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankaları*” olarak ifade edilmiştir (m. 4/1.t).

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğine göre, izahnamenin ihraççı ve varsa halka arz eden ile yetkili kuruluş tarafından imzalanması gerekir (m. 7/4). SPK, halka arz için konsorsiyum oluşturulmuş olması durumunda izahnamenin konsorsiyum lideri ve eğer varsa eş liderler tarafından imzalanacağını kararlaştırmıştır (m. 7/4). Böylelikle izahnameyi hazırlayan kişiler aleniyet kazanmış olmaktadır.

İzahnamenin bütününi hazırlama görev ve yetkisi bu şekilde olmakla birlikte, üzerinde durulması gereken bir konu da izahnameye konu bilgileri hazırlayan kişilerin kimler olduklarıdır. Yukarıda içeriği ana hatlarıyla ortaya konulan bu belgede değişik kişi, kurum ve kuruluşların katılımıyla oluşturulan bilgiler yer almaktadır. Bu noktada, derecelendirme, değerlendirme ve bağımsız denetim kuruluşları gibi uzmanlık kuruluşları kendi görev alanlarındaki belgelerin hazırlayıcısı konumundadır. Bu durum kuşkusuz bu kişilerin sorumluluklarını beraberinde getirecektir<sup>555</sup>.

## **6- Sermaye Piyasası Kurulu’nun İzahnameyi Onaylama Yetkisi**

Sermaye piyasasının kendi işleyişine terk edilmemiş olmasının halka arz sürecindeki somut görünümü, bu sürecin, yetkili bir kamu otoritesinin düzenleme, denetim ve gözetim yetkileri çerçevesinde gerçekleştirilmesidir. Bu noktada, Türk sermaye piyasasının söz konusu yetkilere sahip kurumu olan SPK’nın halka arz sürecindeki yetkileri karşımıza çıkar.

Daha önce de belirttiğimiz üzere, SerPK’nın oluşturduğu yasal çerçevenin içi SPK’nın düzenleme yetkisini kullanarak yürürlüğe koyduğu düzenleyici işlemler olan tebliğlerle doldurulmuştur. Kurul, birinci ve ikinci el piyasa işlemlerini denetim ve gözetim yetkilerini yine kanun koyucunun öngördüğü şekilde ve her iki piyasanın

---

<sup>555</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-III-2-F-“Bağımsız Denetim, Derecelendirme ve Değerleme Kuruluşları ile Benzeri Kişi, Kurum ve Kuruluşlar”.

niteliklerine uygun düştüğü ölçüde gerçekleştirir. Bunun birinci el piyasa işlemleri için somutlaştığı husus, SPK'nın ihraç sürecindeki yetkileridir.

### A- Değerlendirme Kriterleri

Birinci el piyasa işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi için ihraççıların 6362 sayılı SerPK ile benimsenen izahnamenin onayı sistemi bağlamında ilgili düzenlemelerde öngörülen usul ve esaslara uygun şekilde hareket etmeleri gerekir. Yukarıda belirtildiği gibi halka arzlı ihraçlarda izahnamenin, halka arzsız ihraçlarda ise ihraç belgesinin hazırlanması ve SPK'ya sunulması şarttır. İzahnamenin SPK tarafından onaylanması, hazırlanan izahnamenin SPK tarafından yapılacak inceleme sonucunda ilgili düzenlemelerde aranan niteliklere uygun olduğunun saptanmasını gerektirir. Kanun koyucu, izahname ya da ihraç belgesinin SPK tarafından onayını “*tutarlı*”, “*anlaşılabilir*” ve “*Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz*” olduğunun Kurul tarafından tespitine bağlamıştır (SerPK m. 6/1, 11/1).

Değerlendirme kriterlerinin ilki olan *tutarlılık* izahnamenin içerdiği bilgilerin kendi içerisinde ve dayandığı belgelerle uyumlu, insicamlı olması gerekliliğini ifade eder. İzahnamenin farklı yerlerinde birbiri ile örtüşmeyen yahut uyumsuz bilgilere yer verilmişse belgenin tutarlı olduğundan bahsedilemeyeceği için izahnamenin onaylanmaması gerekir.

*Anlaşılabilirlik* ile kastedilen, bu belgenin, bilgilerden yararlanan kişiler tarafından makul ölçütler çerçevesinde algılanabilir ve açık<sup>556</sup> olmasıdır. Ancak, birtakım teknik bilgilerin herkes tarafından anlaşılabilir olmaması o bilgiye yer verilmemesi gerektiği sonucuna götürmez<sup>557</sup>. Gerçekten, izahnamenin içerdiği bilgilerin bir kısmının anlaşılabilmesi uzmanlık gerektirir. Bu türden bir durum, izahnamenin anlaşılabilirlik unsuru açısından sorunlu olduğu anlamına gelmez. Zira anlaşılabilirlik bilgilerin herkes tarafından tamamıyla algılanabilir olmasını ifade etmez<sup>558</sup>.

*Eksiksiz olma* ise izahnamenin kanun koyucunun ve düzenleyici otoritenin öngördüğü bütün bilgilere sahip olmasını ifade eder. SPK'nın yukarıda belirtilen izahname ve ihraç belgesi format ve kılavuzları, bu belgenin içermesi gerekli bilgilerin en somut ifadesidir.

<sup>556</sup> Açıklık gereksinimi hakkında bkz. SerPK Madde Gerekçeleri, m. 6.

<sup>557</sup> Birtakım teknik bilgilerin kolaylıkla anlaşılabilir olmadığı gerekçesiyle finansal tablolardan çıkartılması gerektiği düşünölemeyeceği hakkında bkz. Çelik, Şirket Demokrasisi, s. 55.

<sup>558</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-C-“Hukuka Aykırılığın Tespitinde Esas Alınması Gereken Yatırımcı Düzeyi”.

Bunlara ek olarak, her ne kadar açıkça zikredilmese de, emredici hükümlere aykırı bir başvuru hâlinde Kurul'un izahnameyi onaylamama yetkisinin varlığı kabul edilmelidir<sup>559</sup>. Her ne kadar Kanun'da açıkça ifade edilmese de, Kanun'un amacı (m. 1), kapsamı (m. 2), Kurul'un görev, yetki ve sorumluluklarının özü ile izahnamenin onaylanması sürecinde yapılacak incelemeye ilişkin esasları belirleme yetkisi (m. 6) bir arada değerlendirildiğinde, Kurul'un sermaye piyasası araçlarının ihracına ilişkin mevzuata uygunluk denetimi yetkisine sahip olduğu muhakkaktır<sup>560</sup>. Şu hâlde, emredici hükümlerin hukukun temel ilkelerinden aldığı güç de göz önünde bulundurulduğunda, bu hükümlere aykırılık teşkil eden bir halka arzda Kurul'un bu halka arza ilişkin izahnameyi onaylamaması gerekir<sup>561</sup>. Yine de tıpkı ticaret sicili müdürünün kendisine yapılan başvuruyu emredici hükümlere uygunluk açısından inceleme yetkisinin varlığı gibi (TTK m. 32/2) değerlendirme kriterlerinin arasına “emredici hükümlere uygunluk” kriterinin eklenmesi, SPK'nın görev ve sorumluluğunun belirli hale getirilmesi açısından yararlı olabilir.

İzahname ve ihraç belgesinin onayında değerlendirme kriteri olmayan hususların belirtilmesi, konunun daha iyi anlaşılmasına ve yeni sistemin farklılıklarının kavranmasına hizmet eder. Bilindiği üzere, mülga SerPK'nın yürürlüğe giren ilk hâlinde öngörülen izin sisteminde, “açıklanan bilgilerin doğruluğu”, “halka arzın kamu yararına aykırı olmaması” ve halkın istismarına yol açmaması” yönlerinden inceleme yapılması söz konusuydu (m. 5/2,3)<sup>562</sup>. İzin sisteminin geçerli olduğu dönemde esasen kamunun aydınlatılmasından ziyade SPK'nın aydınlatılması hatta bir anlamda “iknası” ağır basmaktaydı<sup>563</sup>. Bu sistemdeki kamu yararı eksenli mali analiz ve risk değerlendirmesi gerekliliği, 1992 yılında yapılan değişiklikle terk edilmiştir. Bu değişiklikle birlikte,

<sup>559</sup> **Aydoğan**, HDT, s. 105, 118; **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 28; **Aydoğan**, Menkul Kıymet İhraç Kararları, s. 260, 264.

<sup>560</sup> 2499 sayılı mülga SerPK'nın Kurul'un görev ve yetkilerinin düzenlendiği 22. maddesinde yer alan “*Bu Kanunun uygulanması açısından sermaye piyasası araçlarının, ihracını, halka arz ve satışının şartlarını düzenlemek ve denetlemek*” şeklinde bir görev ve yetki 6362 sayılı SerPK'nın “*Kurulun görev, yetki ve sorumlulukları*” kenar başlıklı 128. maddesinde açıkça zikredilmemiştir. Ancak yine de Ayrıca SerPK m. 12/1.e bendinde yer alan “*sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ve araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek ve bunları denetlemek*” yetkisi, Kurul'un mevcut sermaye piyasası araçlarının ihracının denetimi yetkisine evleviyetle sahip olduğunu göstermektedir.

<sup>561</sup> Örneğin, kanun ve ilgili alt düzenlemelerde belirlenmiş azami borçlanma aracı ihraç limitini aşan bir borçlanma aracı ihracında izahnamede yer alan bilgiler tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz olsa bile izahname Kurul tarafından onaylanmamalıdır (**Aydoğan**, HDT, s. 104, 105).

<sup>562</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 22-28; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 156-164.

<sup>563</sup> **İhtiyar**, s. 51; **Okakın**, s. 92.

inceleme kriteri olarak “açıklamaların yeterli olması” ile “gerçeği dürüst bir şekilde yansıtip yansıtmaması ve halkın istimarına yol açıcı olup olmadığı” hususu kabul edilmiş; kamu yararı eksenli değerlendirme ise kapsam dışı bırakılmıştır.

Dikkat edilecek olursa, yeni izahnamenin onayı sisteminde, liyakat yaklaşımına dayanan izin sisteminde olduğu gibi kamu yararı eksenli bir mali analiz ve değerlendirme ya da kayda alma sisteminde olduğu gibi gerçeğin dürüst bir şekilde yansıtılması ile halkın istismarına yol açıp açmaması<sup>564</sup> açısından bir belirleme söz konusu değildir. Bu bağlamda, yeni sistemin kayda alma sistemine göre daha pür bir kamuyu aydınlatma yaklaşımını temsil ettiği dile getirilmiş<sup>565</sup>; kamuyu aydınlatma ile kavramsal uyumu açısından da olumlu karşılanmıştır<sup>566</sup>.

SerPK’nın 6. maddesinin gerekçesi de SPK tarafından yapılacak değerlendirmelerin kapsamı ve sınırları ile yeni anlayış açısından yol gösterici niteliktedir. Gerekçede şu ifadeler yer almaktadır: “...*Bu çerçevede Kurulca izahname üzerinde yapılacak incelemenin kapsamı, izahnamede yer alan bilgilerin açık, anlaşılır, birbiriyle tutarlı olması ve Kurulca belirlenen standartlara göre tüm başlıkları kapsadığının incelenmesi ile sınırlı olarak ve izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunun araştırılmasını içermeyecek şekilde belirlenmiş olup, Kanunun diğer maddelerinde izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğundan ihraççılar, halka arz edenler ve Kanunda sorumluluğu düzenlenen diğer gerçek ve tüzel kişilerin sorumlu olacağı açıkça düzenlenmiştir...*”. SerPK’nın gerekçesinde özel olarak yer verilen bir husus, izahnamede yer verilen bilgilerin doğruluğunun SPK tarafından araştırılmasına gerek olmadığıdır<sup>567</sup>. Şüphesiz, arzu edilen, izahnamede yer alan bilgilerin doğru

---

<sup>564</sup> Kayda alma sisteminin, bu değerlendirme kriterleri nedeniyle tam anlamıyla kamuyu aydınlatma sistemiyle bağdaşmadığı ve karma sisteme yakın bir modeli temsil ettiği de ifade edilmiştir (Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 25).

<sup>565</sup> Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 25, 27; Memiş/Turan, s. 110; Turan, s. 198.

İzahnamenin onayı sisteminin de tamamen kamuyu aydınlatmaya dayalı bir sistem olduğu hakkında bkz. Özkorkut, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 155.

<sup>566</sup> Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 118, 119.

Kayda alma sisteminin SPK’nın sorumluluk altında kalmaması amacıyla yürürlüğe konulmuş renksiz ve katkısız bir kurum olduğu; izahnamenin onaylanması sisteminin ise AB düzenlemeleriyle uyumlu evrensel bir sistemin simgesi olduğu değerlendirmesi için bkz. Tekinalp/Çamoğlu, s. 14.

<sup>567</sup> Ayrıca bkz. Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 26; Özkorkut, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 182; Turan, s. 195, 198-199; Aydoğan, Menkul Kıymet İhraç Kararları, s. 256.

İzahnamenin doğruluğunu incelemeye yönelik olarak SPK’ya bir sorumluluk yüklenmemesinin Kanunun 1. maddesinde ifade edilen amaçlarından yatırımcı menfaatlerinin korunması ile çelişki içerisinde olduğu görüşü için bkz. Helvacı, M.: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun (Ve Tebliğlerin) Genel



olmasıdır. Aksi hâlde bilgilerin yanlışlığı dolayısıyla ilgili kişilerin hukuki sorumluluğu doğacaktır. Ancak, SPK'nın kendisine tanınan değerlendirme süresinde bilgilerin tamamının doğruluğunu araştırabilmesi mümkün olmadığından, doğruluğun tespiti görevi verilmeyerek SPK'nın bu konuda sorumluluk altına girmemesi sağlanmıştır. Yine de SPK'nın doğru olmayan hususlara yer verildiğini tespit etmesi hâlinde izahnameyi onaylamaması daha doğru olur.

İdari bir otorite tarafından ihraç sürecinin denetimi ve gözetimi ileride ortaya çıkabilecek daha masraflı yargısal süreçleri engelleme fonksiyonuna sahiptir<sup>568</sup>. SPK'nın görev ve yetkileri, bu alanda ihraççılar ya da ilgili diğer kişiler tarafından bilerek ya da bilmeyerek meydana getirilecek usulsüzlüklerin engellenmesi açısından önemlidir. Bu çerçevedeki sınırlı bir kamu müdahalesi, serbest piyasa ekonomisine de uygun düşer. Şu hâlde, Devletin kârlılık açısından liyakat denetimi yapmadığı, ekonomideki “görünmez el”ini kamuyu aydınlatma konusunda getirdiği standartlara uyumun sağlanması ile kullandığı bir piyasa söz konusu olmaktadır. Söz konusu değerlendirme kriterleri bir taraftan SPK'nın bu alandaki yetkisini ortaya koyarken, diğer taraftan da yetkinin getirdiği sorumluluğun çerçevesini de belirlemektedir. Yetki kapsamındaki konular sorumluluk doğururken Kanunda öngörülmemiş bir yetkinin SPK tarafından kullanımı beklenemeyeceğinden yetkinin olmadığı bir durumdan da sorumluluk doğmayacaktır<sup>569</sup>.

## B- Değerlendirme Süresi

6362 sayılı SerPK ile ihraççı ya da varsa halka arz eden tarafından hazırlanan izahnamenin SPK tarafından kanun koyucunun öngördüğü değerlendirme kriterleri çerçevesinde incelenme süresi sınırlandırılmıştır. SerPK m. 6/2 uyarınca “*İzahnamenin onaylanmasına ilişkin başvuru, Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış izahname ve gerekli diğer bilgi ve belgelerin Kurula sunulmasından itibaren on iş günü içinde Kurul tarafından karara bağlanır ve keyfiyet ilgililere bildirilir. İlk halka arzlarda bu süre yirmi iş günüdür*”<sup>570</sup>.

Görüldüğü üzere, 6362 sayılı SerPK ile mülga SerPK'da öngörülen otuz günlük azami süre kısaltılmıştır. Değişimlerin hızlı yaşandığı sermaye piyasasında bürokratik

---

Değerlendirmesi, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (23.12.2015), İstanbul 2019, s. 64.

<sup>568</sup> Easterbrook/Fischel, s. 704.

<sup>569</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-III-4-“SPK'nın Sorumluluğu”.

<sup>570</sup> Bu düzenlemeyle öngörülen sürenin yaptırımı olmayan bir düzen hükmü (*lex imperfecta*) olduğu dile getirilmiştir (Tekinalp/Çamoğlu, s. 25).

işlemlerin süresinin kısaltılması çeşitli açılardan önem taşır. Bu durum bir taraftan şirket içi gelişmeler dolayısıyla izahnamenin güncelliğini kaybetmemesi, diğer taraftan dış gelişmelerin halka arzı olumsuz etkilememesi açısından yararlıdır<sup>571</sup>. Kanunun gerekçesinde SPK'nın inceleme kapsamının değişmesine paralel olarak Kurulun başvuru sonuçlandırma sürelerinin kısaltıldığı belirtilmiştir<sup>572</sup>.

### C- SPK'nın Yetkisinin Niteliği

SPK'nın izahnamenin onaylanıp onaylanmamasına ilişkin kararının idare hukuku teorisi ve uygulamasında yer alan takdir yetkisi-bağlı yetki ayrımındaki yerinin belirlenmesi de önemlidir.

Gerçekten, izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen standartlara göre eksiksiz nitelikte olması hâlinde SPK izahnameyi onaylamak zorunda mıdır yoksa başka bir karar alabilmesi mümkün müdür? Bu noktada, SerPK m. 6'nın lafzı ve gerekçesi bir arada değerlendirildiğinde, ilk bakışta “bağlı yetki”nin öngörüldüğü izlenimi doğmaktadır. Zira SerPK m. 6/1'de Kurul, sayılan hâllerin tespiti hâlinde “*izahnamenin onaylanmasına karar verir*” şeklinde bir ifadeye yer verilmiştir. Ancak, takdir yetkisi-bağlı yetki ayrımının sınırlarının belirlenmesinde kanunun lafzî yorumunun yanı sıra kullanılan kavramların belirli nitelikte olup olmaması da önemli bir hareket noktasını oluşturmaktadır<sup>573</sup>. Bu bağlamda, idarenin kararına etkili olacak hususlar arasında içeriği belirsiz hâllerin öngörülmesi, takdir yetkisini gündeme getireceğinden konuyu bu açıdan da ele alma gerekliliği doğar. İzahnamede yer alan bilgilerin eksiksiz nitelikte olup olmadığının tespitinde Kanun, ilgili alt düzenlemeler ve izahname formatları sayesinde belirliliği bir ölçüde sağlamaktadır. Yalnız, izahnamede yer alan bilgilerin *anlaşılabilir* ve *tutarlı* olmasına ilişkin tespitte sınırların çizilmesi güçlük arz edebilir. Söz konusu bilgilerin bu açılardan tespiti, subjektif nitelik taşıyabilir. Söz konusu kavramların belirli olup olmadığına ilişkin olmak üzere; hangi maddi olayları kapsayıp hangilerini kapsamadığı tam olarak belli olmasa da, uygulama sonucu ya da niteliği gereği objektifleştirilmiş belirli bir anlama sahip olduğu kabul edilebiliyorsa artık kavramın belirsiz olduğundan bahsedileyecektir. Dolayısıyla bu tür durumlarda idarenin takdir yetkisinin söz konusu olduğu sonucuna varılamayacaktır. Yine sermaye piyasası

---

<sup>571</sup> **Turan**, s. 195.

<sup>572</sup> Bkz. SerPK Madde Gerekçeleri, m. 6.

<sup>573</sup> **Kalabalık, H.:** İdare Hukukunda Takdir Yetkisi Kavramı ve Benzer Kurumlarla Karşılaştırılması, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1997, Prof. Dr. Naci Kınacıoğlu'na Armağan, C. 1, S. 2, Ankara 1997, s. 205 vd.

mevzuatındaki ayrıntılı ikincil düzenlemeler ve Kurul'un yerleşik uygulamaları dikkate alındığında, izahnamede yer alan bilgilerin *anlaşılabilir* ve *tutarlı* olmasının objektifleştirilebilen bir anlamı içerdiği kabul edilebilir. Bu bağlamda, izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurul tarafından belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz olduğunun tespiti hâlinde izahnamenin onaylanmasına karar verilmesinin bağlı bir yetki olduğu fikri ağır basmaktadır.

## 7- İzahnamenin Yayımlanması

İhraççı tarafından hazırlanıp SPK'ya sunulan izahnamenin yatırımcılara ulaştırılması kamuyu aydınlatmanın temelini oluşturur. Yatırımcılara karşı gizliliğin esas olması ve sadece yetkili kamu otoritesinin bilgilendirilmesinin işlevsel olmadığı hususu ABD'de yürürlüğe konulan ve daha önce değinilen<sup>574</sup> Mavi Gök Kanunları döneminde tecrübe edilmiştir. Bu yüzden bu kanunların sonrasında gelişim gösteren kamuyu aydınlatmanın işlevselliği, muhataplara bilgi sunulmasında etkinliğin sağlanması koşuluna bağlıdır.

İzahnamenin muhataplara ulaşmasında şirketin pasif konumda kalıp izahnamenin yatırımcılar tarafından şirket ya da başvuru merkezlerinden fiziken teslim alınmasının beklenmesi de yeterli olamayacağından aktif bir bilgilendirme kanalı oluşturulmak istenmiştir. Bu amaçla, 2499 sayılı mülga SerPK yürürlüğe girdiğinde dönemsel koşulların elverdiği bilgilendirme aracı olarak ticaret sicili sisteminin kullanılmasına karar verilmiştir. Bu bağlamda, anılan Kanun ile halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasından sonra izahnamenin ticaret siciline tescili ve TTSG'de ilânı zorunlu tutulmuştur (2499 sayılı SerPK m. 6/1). Ancak, bu dönemde, izahnamenin ticaret siciline tescili ve TTSG'de ilânı esası, Kurul onayından geçmiş bir belgenin ayrıca ticaret sicil müdürlüğünün uygun bulmasına bağlanması sonucunu doğurmasının yanı sıra söz konusu belgenin TTSG aracılığıyla yayımının modası geçmiş ve verimli olmayan bir yöntem olması sebebiyle eleştirilmekteydi<sup>575</sup>. Her ne kadar ticaret sicili, izahname üzerinde SPK'nın yaptığı inceleme türünden bir inceleme yapmasa da, bu belgenin sınırlı da olsa ek bir incelemeye daha tabi tutulması bürokratik işlem yoğunluğunu artırmaktaydı.

Bununla birlikte, ticaret sicili kanalıyla yapılan yayım da kamuyu aydınlatma açısından yetersizdi. Yatırımcının izahnameye ulaşabilme olanaklarının artırılması

<sup>574</sup> Bkz. Birinci Bölüm-III-“Kamuyu Aydınlatmanın ‘İlke’ Haline Gelmesi Süreci”.

<sup>575</sup> **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 156; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 120, 121; **İhtiyar**, s. 122, 123; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 56.

açısından daha kolay ve bütün taraflar açısından maliyeti düşük bir bilgilendirme mekanizmasının kurulması şarttı. Bu bağlamda, yeni iletişim kanallarının kullanılması bir zorunluluk halini almıştı. Daha sonra teknolojinin gelişmesi ve özellikle internet kullanımının sunduğu olanaklar çerçevesinde sermaye piyasasında bilgilendirmenin etkin şekilde sağlanabilmesi amacıyla KAP'ın oluşturulması ve faaliyete geçmesiyle birlikte izahnamelerin bu elektronik platformda yayımı sağlanmıştır<sup>576</sup>.

Hemen belirtelim ki, pozitif hukukumuzda KAP, “*mevzuat uyarınca kamuya açıklanması gerekli olan bilgilerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistem*” olarak tanımlanmıştır (m. 3/1.k). KAP'a bildirimde bulunulmasına ilişkin birtakım usul ve esaslar “Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği”<sup>577</sup> ile düzenlenmiştir. Bu platform, kamuyu aydınlatmada birçok yararı beraberinde getirmiştir: Bilgilerin elektronik imzalı olmasının güven ihtiyacını gidermesi, sisteme gönderilen bilgilerin bilgi kullanıcılarına eş zamanlı ve hızlı şekilde sunulması, bilgilerin karşılaştırılma ve konularına göre ulaşılma olanakları, bilgi yayım maliyetlerini azaltması ile bilgilerin güncelliğinin sağlanması ve istenilen şirket odaklı araştırma yapılmasının yarattığı kolaylık bunların başında gelmektedir<sup>578</sup>.

Nihayet, 6362 sayılı SerPK'nın yürürlüğe girmesiyle bu konuda çağın gerekliliklerine uygun bir belirleme yapma imkânı doğmuştur. Kanunun 7. maddesinin birinci fıkrası<sup>579</sup> ile artık izahnamenin ticaret siciline tescili ve TTSG'de ilânı söz konusu olmayıp izahnamenin yayımlandığı yerin tescil ve ilânı ile yetinilmiştir. Şu hâlde, kanun koyucunun, izahnamenin ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilân edilmesine yönelik eleştirileri göz önünde bulundurduğu anlaşılmaktadır. Anılan maddenin gerekçesinde bu değişikliğin sebebi “*izahnamenin tamamının TTSG'de yayımlanma zorunluluğu kaldırılarak halka arz maliyetlerinin azaltılması ve böylece halka açılmaları teşvik edilmesi amaçlanmıştır*” şeklinde açıklanmıştır<sup>580</sup>.

İzahnamenin nerede yayımlanacağı hususu ise İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinin 28/2. fıkrasında hükme bağlanmıştır. Anılan düzenlemeye göre “Sermaye

---

<sup>576</sup> Mutlu Uşaklı, 2010, s. 138.

<sup>577</sup> RG. 27.12.2013, S. 28864. Ayrıca bkz. 11.09.2019 tarihli “KAP Üyeliğine ve KAP'a Bilgi Gönderimine İlişkin Usul ve Esaslar Yönergesi” (<https://www.kap.org.tr/tr/menu-icerik/KAP-Hakkinda/Mevzuat-ve-Duyurular>).

<sup>578</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Demir, Kamuyu Aydınlatma, s. 47-49.

<sup>579</sup> “İzahname onaylandıktan sonra Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde yayımlanır, ayrıca ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilân edilmez. Ancak, izahnamenin nerede yayımlandığı hususu ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde ilân edilir.”.

<sup>580</sup> Bkz. SerPK Madde Gerekçeleri, m. 7. Ayrıca bkz. Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 30.

*piyasası araçlarının halka arzı veya borsada işlem görmesi öncesinde hazırlanan ve Kurula onaylanması için sunulan izahname, Kurula başvuru tarihinden itibaren beş iş günü içinde ihraççının internet sitesinde ve ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP'ta ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde ilan edilir. İzahnamenin birden fazla belge şeklinde hazırlanması durumunda, ilan yükümlülüğü her bir belgenin Kurula sunulması ile başlar. İzahnamenin başında izahnamenin henüz Kurulca onaylanmadığını belirten bir ifadeye yatırımcıların açıkça fark edebileceği şekilde yer verilir.”* Buna ek olarak, SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık” bölümünde yer alan 2.1.1. maddesi uyarınca diğer bazı bilgi ve belgelerle birlikte izahname ve diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin şirketin kurumsal internet sitesinde yayımlanması öngörülmüştür. Şu hâlde ihraççının internet sitesi, KAP ve ihraca aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesi olmak üzere üç ana bilgilendirme kanalı kullanılmaktadır.

SerPK m. 7/1'in yanı sıra İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 28 ile öngörülen kuralların kaynağı AB'nin İzahname Direktifi'nin 14. maddesidir. Bu Direktif'in yerini alan İzahname Tüzüğü'nün 21. maddesi de Direktif'te yer alan düzenlemeyi karşılamaktadır. Tüzüğün 21. maddesine göre izahname yetkili kamu otoritesi tarafından onaylandıktan sonra ihraççı, halka arz eden ya da izahname konusu menkul kıymetlerin organize piyasalarda işlem görmesi için başvuranlar tarafından makul süre içerisinde ve en geç halka arzın yahut organize piyasada ticarete konu edilme başvurusundan önce kamuya açıklanması zorunlu tutulmuştur. Payların ilk halka arzında ya da organize piyasalarda ilk defa işlem görmesi için yapılan başvurularda ise bu belgenin halka arzın bitişinden altı iş günü önce kamuya açık şekilde bulundurulması şart koşulmuştur (m. 21.1). Anılan maddede elektronik izahnamenin ister tek bir belgeden ibaret olsun ister birden fazla belgeden oluşsun; (a) ihraççının, halka arz edenin ya da organize piyasada işlem görmesi için başvuru yapan kişinin internet sitesinde veya (b) aracı kurumun internet sitesinde ya da (c) işlem görme başvurusu yapılan organize piyasada ya da çok taraflı işlem platformlarının işleticilerinin internet sitesinde erişime açık şekilde sağlanması öngörülmüştür (m. 21.2). Tüzüğün 21. maddesi izahnamenin yayımına ilişkin diğer usul ve esaslara da yer vermektedir. Bu maddeye ilişkin vurgulanması gereken bir diğer husus ise 21.6 hükmü gereği üye devletlerde onaylanacak bütün izahnamelerin ESMA'nın internet sitesinde yayımının öngörülmüş olmasıdır (m. 21.6).

Daha önce de belirtildiği üzere, internet sitesi kurma zorunluluğu, 6102 sayılı TTK'nın ilk hâlinde bütün sermaye şirketleri için öngörülmüş iken bu Kanunda 6335 sayılı Kanunla yapılan değişiklikle uygulama alanı yalnızca Kanunun 397. maddesinin

dördüncü fıkrası gereğince bağımsız denetime tabi şirketlerle sınırlandırılmıştır. Yürürlükteki hukuka göre, bütün anonim şirketlerin internet sitesi bulunmamaktadır. Dolayısıyla bir anonim şirketin sermaye piyasası aracı halka arz etmek istemesi hâlinde izahnamesini yayımlayabileceği bir internet sitesi olmadığında durumun ne olacağına dair hukuki boşluk bulunmaktadır. Bu durumda şirket internet sitesi açma zorunluluğu altında sayılacak mı yoksa TTK gereğince bu zorunluluk söz konusu olmadığı için SPK'nın ilgili Tebliğ düzenlemesinden muaf mı tutulacaktır? Kanaatimizce bu alana ilişkin özel menfaatleri korumaya yönelmiş olan Tebliğ düzenlemesi TTK'nın internet sitesi kurma zorunluluğu ile çelişki yaratacak bir kural öngörmemektedir. TTK çerçevesinde internet sitesi kurma, aynı zamanda belirli bilgilerin yayımı zorunluluğu ve buna aykırılık hâlinde belirli yaptırımları doğuran bir esası ortaya koymaktadır<sup>581</sup>. Bunun dışında olan bir şirketin halka arz dolayısıyla izahnamesini yayımlayabileceği bir sitesinin bulunmaması hâlinde de TTK bağlamında olmasa bile sermaye piyasası mevzuatının öngördüğü özel gereksinimi karşılayacak bir site oluşturması zorunludur. Esasen uygulamada sermaye piyasası aracı halka arz etmek isteyen bir şirketin internet sitesinin olmadığı gerekçesiyle internet sitesi kurmaya zorlanması pek rastlanabilir bir durum değildir. Zira halka arz ile son derece geniş bir kitleye ulaşmayı hedefleyen bir şirketin - önceden olmasa bile- salt halka arz nedeniyle dahi gönüllü olarak bir internet sitesi kurması zaten kaçınılmazdır.

Son olarak belirtelim ki, TTK m. 1524 gereğince internet sitesi kurması zorunlu şirketlerin hangi tür bilgileri bu sitede yayımlamak zorunda oldukları Ticaret Bakanlığı tarafından çıkarılan “Sermaye Şirketlerinin Açacakları İnternet Sitelerine Dair Yönetmelik” ile belirlenmiştir<sup>582</sup>. Anılan Yönetmeliğin internet sitesinde yayımlanması zorunlu içeriği belirleyen 6. maddesinde, şirketin sermaye piyasası aracı halka arz etmesi hâlinde şirketçe hazırlanması ve SPK tarafından onaylanması zorunlu olan izahnamenin yayımına yer verilmemesi bir eksiklik olmuştur. Bu eksikliğin giderilmesi düzenlemeler arası uyum açısından yararlı olacaktır.

## **8- İzahname Üzerinde Değişiklikler**

Ticaret hayatının ve özellikle de sermaye piyasasının dinamik yapısı, izahnamenin hazırlanması sonrasında mevcut durumlarda değişiklikler olmasını veya yeni durumların

---

<sup>581</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Çamoğlu, E.:** Sermaye Ortaklıklarının İnternet Sitesi Açma ve Burada Yasada Öngörülen İçerikleri Yayımlama Yükümlülüğüne Aykırı Davranmanın Yaptırımı Nedir?, Batider 2011, C. 27, S. 4, s. 5-12.

<sup>582</sup> RG. 31.05.2013, S. 28663.

ortaya çıkmasını normal kılmaktadır. Bu durumda muhatapların söz konusu değişiklik ya da yeni durumlar nedeniyle zarara uğramaması için yeni bilgilerin de izahnamenin içerdiği bilgilerin tabi olduğu hukuki rejime dahil olması gerekir. Bunu öngören kanun koyucu, SerPK'nın “İzahnamedeki değişiklikler ve yeni hususların izahnameye eklenmesi” kenar başlıklı 8. maddesinin birinci fıkrasında “İzahname ile kamuya açıklanan bilgilerde, satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişiklik veya yeni hususların ortaya çıkması hâlinde durum ihraççı veya halka arz eden tarafından en uygun haberleşme vasıtasıyla derhâl Kurula bildirilir” hükmüne yer vermiştir. Değişiklik veya yeni eklenecek hususlar, bildirim tarihinden itibaren yedi iş günü içinde Kanunun 6. maddesindeki esaslar çerçevesinde SPK tarafından onaylanır ve sonrasında yine izahname gibi yayımlanmak zorundadır (SerPK m. 8/3). Konuya ilişkin diğer usul ve esaslar İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinin 24. maddesinde düzenlenmiştir.

İzahnamede değişiklik gerektiren durumların ortaya çıkması hâlinde, bu durum yazılı olarak derhâl Kurula bildirilir. Bu noktada, ihraççı, halka arz eden veya bunların uygun görüşü üzerine yetkili kuruluşlar tarafından satış süreci durdurulabilir. Bu kişi ya da kurumlar tarafından satışın durdurulmaması durumunda ise gerekli görülmesi hâlinde SPK'ya da satış sürecini durdurma yetkisi tanınmıştır (SerPK m. 8/2; İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 24/1). Daha da önemlisi izahnamedeki değişikliklerin kamuya paylaşılmasının öncesinde sermaye piyasası araçlarını satın alma talebinde bulunan yatırımcılara taleplerini geri alma hakkı tanınmıştır. Bunun nedeni söz konusu ek ya da değişikliklerin sermaye piyasası aracının değerini ve risk unsurunu etkileyebilecek hususlar olmasıdır. Bu sayede, satış süresi tamamlanana kadar izahnamenin güncelliğini ve geçerliliğini koruması amaçlanmaktadır. Yalnız, yatırımcıların, taleplerini söz konusu ek veya değişikliklerin yayımlanmasından itibaren iki iş günlük hak düşürücü süre içerisinde yapmaları zorunludur.

Mülga SerPK döneminde SPK'nın Seri:I No:40 sayılı “Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nde mevcut bulunan (m. 10/4; 25/3) talebi geri alma hakkı yatırımcıların korunması açısından yerinde görülmüş<sup>583</sup>; pay dışındaki sermaye piyasası araçlarında (örneğin borçlanma araçlarında) öngörülmemesi haklı olarak eleştirilmiştir<sup>584</sup>. Gerekçede de, geri alma hakkının Kanunla ve bütün sermaye

---

<sup>583</sup> Mutlu Uşaklı, 2010, s. 144.

<sup>584</sup> Mutlu Uşaklı, 2010, s. 144, 145.

piyasası araçları için tanınması bu kapsamda getirilen en önemli yenilik olarak nitelendirilmiştir<sup>585</sup>.

İzahname üzerinde ek ve değişiklik yapılmasına ilişkin imkân ile yatırımcıların taleplerini geri alma haklarının tanınması, hukuki sorumluluk açısından da özel önem taşıyan bir konudur. Ek ve değişiklik yapılması gerekliliğinin doğmasına rağmen bunun yapılmaması izahname üzerindeki bilgilerin duruma göre yanlış, yanıltıcı yahut eksik olmasına yol açabilir.

Konunun bir diğer boyutu ise ihraççı ya da halka arz edenin gerekli usule uyması durumunda izahnamenin ekleme yahut değişiklik öncesi halinin artık yanlış, yanıltıcı yahut eksik sayılamamasıdır. Bu durumda taleplerini geri almayan yatırımcıların sonradan ilgili düzenlemelerdeki usule uygun olarak izahnamede yapılan ekleme ve değişiklikler sebebiyle zarara uğradıklarını ileri sürmeleri mümkün olmayacaktır. Kanun koyucu bu usulü tanıyarak, yatırımcıların zarara uğramalarını engellemek istemiş ve taleplerini geri almayan yatırımcıların bir anlamda oluşan yeni duruma rıza gösterdiklerini kabul etmiştir.

#### **9- İzahnamenin Geçerlilik Süresi**

6362 sayılı SerPK ile birlikte hukukumuzda giren önemli hususlardan biri de, izahnameye belirli bir geçerlilik süresi tanınmasıdır (SerPK m. 9; İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 17). Bu şekilde izahname yalnızca bir defa kullanılabilen bir belge olmaktan çıkarılmıştır.

Kanunun 9. maddesine göre “*İhraççı veya halka arz edenin, izahnamenin ilk yayımı tarihinden itibaren on iki ay boyunca gerçekleştireceği ihraçlar için, izahnamedeki ek ve değişikliklerin 6 ncı maddede belirtilen esaslar çerçevesinde onaylanması ve 7 nci maddeye uygun şekilde ilan edilmesi yeterlidir. Bu sürenin geçmesinden sonra yapılacak halka arzlarda izahnamenin tümünün onaylanması gereklidir.*” O hâlde yeni sistemde ihraççı veya halka arz eden, bir sermaye piyasası aracının halka arzında hazırladığı izahnameyi bu izahnamenin ilk yayım tarihinden itibaren oniki ay içerisinde gerçekleştireceği diğer halka arzlarda da belirli ölçüde kullanabilme olanağına sahiptir. Dolayısıyla izahnamenin geçerli olduğu süre içerisinde yapılacak diğer halka arzlarda yeniden izahname hazırlanmasına ve izahnamenin tümünün SPK tarafından onayına gerek olmayacaktır. Bu durumlarda yalnızca yukarıda

---

<sup>585</sup> Bkz. SerPK Madde Gereklileri, m. 8.



açıklanan türden ek ve değişikliklerin açıklanması ile bunların SPK tarafından onayı ve izahnamede olduğu gibi yayımı yeterli olacaktır.

6362 sayılı SerPK m. 7/2. fıkrasına göre izahnamenin onaylanmasından önce de Kurul tarafından belirlenecek esaslar çerçevesinde ilân edilebilmesi mümkündür. Ancak, SerPK m. 9’da izahnamenin geçerlilik süresine başlangıç teşkil edecek ilk yayım tarihi olarak izahnamenin Kurul tarafından onaylanmasından sonraki ilk yayım tarihi esas alınır. Zira izahnamenin en son ve kesin şekli Kurul tarafından onaylanan hâlidir. Dolayısıyla burada yer alan “*ilk yayımı tarihi*” ifadesini “izahnamenin Kurul tarafından onaylanmasından sonraki ilk yayım tarihi” olarak anlamak gerekir. Yayım tarihini somutlaştırmak açısından İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği’nin 28. maddesinin beşinci fıkrasından yararlanılabilir. Bu düzenlemeye göre, izahnamenin geçerlilik tarihinin izahnamenin ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP’ta ilân edildiği, ihraççının KAP üyeliğinin bulunmaması durumunda ise ihraççının internet sitesinde ilân edildiği tarihte başlayacağı kararlaştırılmıştır. Hemen belirtelim ki, izahname üzerinde ek ve değişiklik yapılması gereksinimi ortaya çıktığında bunların onaylanıp yayınlanması izahnamenin oniki aylık geçerlilik süresini yeniden başlatmaz<sup>586</sup>.

İzahnameye belirli bir geçerlilik süresi tanınması, halka arzlarda satışa başlayabilmek için en uygun zamanın yakalanmasına ve Kurul nezdindeki inceleme işleri sürecinden etkilenilmemesine hizmet eder<sup>587</sup>. Nitekim, söz konusu düzenlemenin öngörülme gerekçesi de “*Hızla gelişen sermaye piyasası ve buna bağlı olarak artan ihraçlar nedeniyle, her ihraç öncesinde izahname onay, tescil ve ilan süreçlerinin tekrarlanması ve her araç için farklı izahname hazırlanmasının getirdiği ek maliyetlerin azaltılması ve zaman kaybının önlenmesi amacıyla getirilen bu yenilik ile ihraç süreçlerinin hızlandırılması, ihraççılara esneklik sağlanması ve piyasanın daha etkin ve verimli çalışması amaçlanmıştır*” şeklinde açıklanmıştır<sup>588</sup>.

İzahnamenin geçerlilik süresine ilişkin hüküm AB’nin İzahname Direktifi’nden yararlanılarak hukukumuza aktarılmıştır. Direktif’in 9. maddesinde düzenlenen bu konunun Direktif’in yerini alan İzahname Tüzüğü’nün 12. maddesinde de düzenlendiği görülmektedir. Bu düzenlemeye göre, izahname tek ya da birden fazla belgeden oluşsa da, Tüzüğün 23. maddesine göre yapılması gereken ekler tamamlanmak koşuluyla, ilgili finansal aracın halka arz için onayından ya da organize piyasada işlem görmesi için

<sup>586</sup> **Kara, S.:** Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, SÜHFD 2015, C. 23, S. 2, s. 162, dpn 61.

<sup>587</sup> **Manavgat,** Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 118, 119.

<sup>588</sup> Bkz. SerPK Madde Gerekçeleri, m. 9.

kabulünden itibaren oniki ay geçerli olmalıdır (m. 12.1). Görüleceği üzere, Tüzük'te izahnamenin “*onay tarihinden itibaren*” oniki ay süreyle geçerli olacağı kabul edilmişken hukukumuzda “*yayın tarihi*” esas alınmıştır.

Bununla birlikte, Tüzüğün 12. maddesinde, hukuk sistemimizdeki karşılığı ihraççı bilgi dokümanı olan ve birden fazla belgeden oluşan izahnamenin zorunlu kurucu unsurlarından kabul edilen kayıt belgesinin (*registration document*) de yetkili kamu otoritesi tarafından onayından itibaren oniki ay süreyle geçerli olduğu düzenlenmiştir. Tüzük'te izahname öncesi onayı söz konusu olan bu kayıt belgesinin oniki aylık geçerlilik süresinin dolmasının izahnamenin geçerlilik süresini etkilemeyeceği, bir başka deyişle izahnameyi onayından itibaren oniki ay geçmedikçe geçersiz kılamayacağı da açıkça hükme bağlanmıştır (m. 12.2).

SPK'nın II-5.1 sayılı Tebliği'nde ise yine Tüzük'ten farklı olarak “*İzahnamenin birden fazla belge şeklinde hazırlanması durumunda, izahnamenin geçerlilik süresi Kurulca onaylanan ihraççı bilgi dokümanının ilk yayım tarihinde başlar. Sermaye piyasası aracı notu ile özetin geçerlilik süresi ihraççı bilgi dokümanının geçerlilik süresini geçemez.*” hükmüne yer verilerek (m. 17/1) birden fazla belgeden oluşan izahnamede geçerlilik süresinin hesaplanmasında ihraççı bilgi dokümanının yayım tarihi esas alınmıştır. Kanaatimizce de SPK'nın birden fazla izahnamede daha önce onaylanan belge olan ihraççı bilgi dokümanının yayımının esas alınması daha doğru olmuştur. Zira belgelerin farklı onay tarihleri söz konusu olduğunda ilk yayımlanan belgenin tarihinin esas alınması mantık kurallarına daha uygundur. Aksi takdirde daha önce yayımlanan ve oniki aylık süresi geçmiş bir belge olarak ihraççı bilgi dokümanının da yatırımcıların yatırım kararlarına etkisi kaçınılmaz olacaktır. Her ne kadar bu süre içerisinde belgelerin içerdiği bilgilerde ek ve değişiklik gerektirir hususların doğması hâlinde bunların güncellenmesi ile ek ve değişikliklerin onayı gerekliliği söz konusu olsa da, sürenin uzaması belgenin güncelliğini ve içerdiği bilgilerin doğruluğunu yitirmesine yönelik bir riziko artışı anlamına gelir. Bu riziko artışı varsayımı AB kural koyucusu ve Türk kanun koyucusu tarafından kabul edilmemiş olsaydı izahnamenin geçerlilik süresi çok daha uzun tercih edilir yahut bu süreye hiçbir sınır konulmazdı.

İzahnameye belirli bir geçerlilik süresi tanınması, bu süre içerisinde yapılacak halka arzlarda esas alınmasının yanı sıra bu belgenin geçerlilik süresi içerisinde ikinci el piyasa işlemlerinde dahi yatırım kararlarına etki edecek bir belge hüviyeti kazanmasına yol açmıştır. Bu sebeple geçerlilik süresi içerisinde ikinci el piyasada yapılacak işlemler

açısından da ilgili kişilerin hukuki sorumluluğunu doğurduğunu kabul etmek gerekmektedir<sup>589</sup>.

#### IV- FİNANSAL RAPORLAR

##### 1- Kavramsal Çerçeve

Şirketlerin finansal tablo düzenleme zorunluluğunun ortaya çıkışı ve yaygınlaşması, iktisadi durumları hakkında nesnel bilgilerin elde edilmesi ve ilgili kişilere sunulması ihtiyacından kaynaklanmıştır. Bu gereksinimin sebeplerini, büyük ölçüde kamuyu aydınlatma ihtiyacını doğuran genel gerekçeler oluşturmaktadır.

Kısaca somutlaştırmak gerekirse, finansal tablolar, şirket içi ve şirket dışı etkilere sahiptir. Finansal tablolar, şirketin gerçekleşmiş ve gerçekleşmekte olan ticari faaliyetlerinin sonuçlarını görme imkânı sunar. Bu açıdan bakıldığında, büyük ölçüde şirketin geçmişine ilişkin bilgiler sunan finansal tabloların şirket yönetiminin faaliyetlerini değerlendirebilmesinin temel bir aracı olduğu görülmektedir. Mevcut durumun kavranması ve geçmişteki verilerle karşılaştırılması aynı zamanda şirketin geleceğine ışık tutar. Bu yönüyle şirket yöneticilerinin geleceğe yönelik tercihlerinin belirlenmesine yardımcı olur. Finansal tablolar, içerdiği bilgilerle aynı zamanda şirket dışındaki kamuyu aydınlatma muhataplarına da şirketin bugünü ve geleceğine yönelik değerlendirme yapma olanağı sunar. Zira, hukuki ilişkiye girilen kişi ya da kurumlara şirketin durumunu göstermenin en etkili yollarından biri de finansal tabloların kullanılmasıdır<sup>590</sup>. Devlete karşı olan yükümlülüklerin doğru belirlenmesi ve ifa edilmesi için de yine finansal tablolarda yer alan bilgilerden yararlanılır.

Finansal tablolar şirkete ilişkin bilgilerin paylaşımının temel aracı olduğundan kamuyu aydınlatma ilkesinin tarihi, bir anlamda finansal tabloların da tarihini oluşturmuştur. Daha önce de değinildiği üzere, kamuyu aydınlatmanın ortaya çıkışı ve ilke hâline gelme sürecine doğru yol alması yılsonu finansal tablolarının paylaşımı bağlamında ortaya çıkan bir öğretinin gelişimi sonucunda olmuştur<sup>591</sup>. Ne var ki, zamanla ekonomik ilişkilerin karmaşıklaşması kamuyu aydınlatmada farklı muhatap ve

<sup>589</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-“İllyet Bağı Karinesi” ve Dördüncü Bölüm-II-3-B-“İkinci El Piyasa İşlemleri Dolayısıyla”.

<sup>590</sup> Ayrıca, şirket ortaklarının ne kadar kâr payı alacaklarının belirlenmesinde de finansal tablolar kullanılır (Akdoğan/Tenker, s. 9). Yatırımcıların, özellikle borsa işlemlerinde yatırım kararı verecekleri şirketi seçiminde en önemli bilgi kaynağının finansal tablolar olduğu dahi ileri sürülmektedir (Bkz. Karşı, s. 481; Akbulak/Akbulak, s. 16; Pamukçu, s. 138; Kara, s. 163).

<sup>591</sup> Bkz. TTK Genel Gerekçesi, par. 68.

fonksiyonları beraberinde getirmiştir<sup>592</sup>. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma denildiğinde sadece finansal tabloların ilgililere açıklanmasının anlaşıldığı dönemlerden<sup>593</sup> günümüze uzanan süreç neticesinde kamuyu aydınlatmanın finansal tabloların sınırlarını aşan bir anlam ve kapsama ulaştığını hatırlatmakta yarar vardır<sup>594</sup>.

Şirketlerin finansal durumlarının ve faaliyet sonuçlarının değerlendirilmesini sağlayan bilgileri ortaya koyan finansal tablolar, raporlama faaliyeti sonucunda oluşturulmaktadır. Finansal raporlama, esasen muhasebe disiplininin temel aracı olup finansal tablolara ilişkin kamuyu aydınlatma yönteminin bir başka deyişle faaliyetinin adıdır<sup>595</sup>. Bu çerçevede, finansal raporlama faaliyeti, şirketin yıllık yahut ara dönemlerde varlıklarının, borçlarının ve yükümlülüklerinin, özkaynaklarının, gelirlerinin, giderlerinin ve nakit akışlarının ilgili kişilere ilgili düzenleme ve standartlara uygun olarak açıklanmasıdır<sup>596</sup>. Finansal raporlama fiilinin isimleştirilmiş hali de “finansal rapor” kavramını karşımıza çıkarmaktadır. Ancak, finansal raporlar, finansal tablolara eş anlamlı da değildir. Zira finansal tablolara ek olarak yönetim kurulu faaliyet raporları ile sorumluluk beyanlarının da bu kapsama dahil olmasıyla birlikte finansal raporlar, finansal tabloları da içine alan bir üst kavram haline gelmiştir.

Şirketlerin finansal ve finansal olmayan verileri hakkında piyasaya sürekli şekilde bilgi sağlayan finansal raporlar, şirketin ikinci el piyasadaki sürekli kamuyu aydınlatma belgelerinin en önemlilerindendir. Finansal raporların paylaşılması, sürekli kamuyu aydınlatmanın kendi içindeki ayrımı olan periyodik (*periodic*) ve belirli bir konuya bağlı (*episodic*) kamuyu aydınlatma sınıflandırmasında da periyodik kamuyu aydınlatma kapsamındadır. Hiçbir özel gelişme olmasa bile belirli zaman aralıklarında finansal raporların ortaya konulması zorunludur. Bu çerçevede, söz konusu belgelerin zorunlu kamuyu aydınlatmanın bir parçası olduğuna da şüphe yoktur.

Finansal rapor kullanıcıları, temelde kamuyu aydınlatma muhataplarıyla aynı kişilerdir. Bu noktada muhatapların kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sunulan bilgiye neden ihtiyaç duyduklarına yönelik olarak yukarıda yapılan açıklamalar geçerliliğini korur. Ancak, finansal rapor kullanıcılarının bu belgelerde sunulan

---

<sup>592</sup> Finansal tabloların diğer fonksiyonları için bkz. **Bayazıt/Çelik/Gürdal**, s. 39, 40.

<sup>593</sup> **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 234.

<sup>594</sup> **Tekinalp**, 1965 tarihli tetkikinde kamuyu aydınlatma ilkesinin Türk hukukunda benimsenmesi gerekliliğinin yanı sıra ilkenin şirketin hesapları gibi dar bir kavram içerisine sıkıştırılmaması gerektiğini de ifade etmiştir (**Tekinalp**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 22).

<sup>595</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 201.

<sup>596</sup> **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 279.

bilgilerden birtakım özel beklentilerinin olabildiğini ve bu beklentilerin kendi içinde ihtiyaçlar çerçevesinde farklılaşabildiğini de gözden uzak tutmamakta yarar vardır<sup>597</sup>.

Finansal raporların hukuki çerçevesi ve bu belgelerin hazırlanmasında göz önünde tutulması gereken kural ve standartlar aşağıda ayrıca ele alınacak olmakla birlikte şimdilik yalnızca kavramsal çerçeveyi ortaya koyabilmek adına SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)"nde<sup>598</sup> yer verilen belirlemeye değinmekte yarar vardır. Söz konusu Tebliğde finansal raporların "*Finansal tablolar, yönetim kurulu faaliyet raporları ve sorumluluk beyanlarından oluşan raporları*" (m. 4/1.b); finansal tabloların ise "*Dipnotlarıyla birlikte finansal durum tablosu, kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosu, nakit akış tablosu ve özkaynak değişim tablosunu*" ifade ettiği açıkça hükme bağlanmıştır (m. 4/1.c). Bu tablolar yine aşağıda değinilecek olan "Finansal Tabloların Sunuluşu" başlıklı TMS 1<sup>599</sup>'de yer verilen tam bir finansal tablo setini oluşturmaktadır (par. 10).

Yukarıda da değinildiği gibi, finansal raporlama, muhasebenin yerine getirdiği bir işlevi ifade etmekte<sup>600</sup> ve bu bağlamda finansal muhasebenin konusuna girmektedir. Muhasebe bilgi sistemi tarafından üretilen bilgilerin (*financial accounting information*) işletme ekonomisinin bugüne kadar geliştirilmiş en iyi tahmin ve öngörü araçları oldukları kabul edilmektedir<sup>601</sup>. Muhasebe öğretisinde finansal tablolar, "*muhasebe sistemi içinde kaydedilen ve toplanan bilgilerin, belirli zaman aralıklarıyla bu bilgileri kullanacak olanlara iletilmesini sağlayan araçlar*" olarak tanımlanmaktadır<sup>602</sup>. Finansal raporlamaya konu teşkil eden söz konusu bilgilerin; (a) Şirketlerin belirli bir andaki finansal durumunun ne olduğu bilgisi (finansal durum), (b) Belirli bir dönemdeki finansal performansının ne olduğu (finansal performans) bilgisi ve (c) Şirketin finansal durumundaki değişimleri raporladığı bilgiler olmak üzere temelde üç türde olduğu ifade edilmektedir<sup>603</sup>. Bu çerçevede, bilanço, kapsamlı gelir tablosu, satışların maliyet tablosu, fon akım tablosu, nakit akış tablosu, öz kaynaklar değişim tablosu, kâr dağıtım tablosu

---

<sup>597</sup> Bu konudaki kapsamlı değerlendirmeler için bkz. **Bayazıtlı/Çelik/Gürdal**, s. 37-40; **Akdoğan/Tenker**, s. 32-38.

<sup>598</sup> RG. 13.06.2013, S. 28676.

<sup>599</sup> RG. 24.05.2018, S. 30430.

<sup>600</sup> **Bayazıtlı/Çelik/Gürdal**, s. 25; **Akdoğan/Tenker**, s. 3.

<sup>601</sup> **Brinckmann**, Periodic Disclosure, s. 316.

<sup>602</sup> **Akdoğan/Tenker**, s. 4.

<sup>603</sup> **Bayazıtlı/Çelik/Gürdal**, s. 25.

finansal tablolar arasında sayılmakta; finansal tablo dipnotları<sup>604</sup> ile açıklayıcı notlar<sup>605</sup>, raporlar ve ek tablolar da anılan tabloların ayrılmaz bir parçası sayılmaktadır<sup>606</sup>. O hâlde bunlar da bütünüyle kamuyu aydınlatma belgelerine dahil kabul edilmelidir. Bu bağlamda, söz konusu bilgi ve belgeler de kamuyu aydınlatmada hukuki sorumluluk doğurucu niteliğe sahip olmaktadır.

Öte yandan, şirket yöneticilerinin bu tablolara ek olarak sadece şirketin gidişatını izlemek adına hazırladığı başkaca ihtiyari tablolar varsa da bunlar teknik anlamda finansal tablo olarak kabul edilmemektedir<sup>607</sup>. Söz konusu belgelerin, kamuyu aydınlatma belgesi olarak yayımlanması mümkün olmayacağından kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerinin uygulanmasına yol açmaz.

## **2- Finansal Raporların Hazırlanmasında Uyulması Gereken Temel Kural ve Standartlar**

Finansal raporların düzenlenme usul ve esasları, nitelikleri gereği belirli kural ve standartlara uygun hareket edilmesini gerektirir. Bu konudaki yasal zeminin belirlenmesi ile uyulması zorunlu kural ve standartların genel çerçevesinin ortaya konulması, bu belgelerin hukuki sorumluluk doğurucu nitelikte olup olmadığının tespiti açısından önem taşır.

Ülkemizde bu alanın temel ilke ve kuralları, esas itibarıyla Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın yetki alanında olan Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği (MSUGT) ile düzenlenmiştir. “Tekdüzen Muhasebe Sistemi”nin esasları olarak ifade edilen bu kurallar halen yürürlüktedir. Bu bağlamda, muhasebenin genel ilkeleri, ilgili tebliğler ve standartlara uygunluk bu tür belgelerde sorumluluğun doğmasına etki edecek hususlardır. Yalnız, son dönemde yaşanan gelişmelerle şirketler günlük ticari işlemlerini Tekdüzen Muhasebe Sistemi esaslarına göre muhasebeleştirirken; TTK Geçici Madde 6/1. fıkrası uyarınca KGK tarafından belirlenen şirketler<sup>608</sup>, finansal raporlarını

<sup>604</sup> “Dipnotlar”, finansal raporlarda yer almayan ancak tablolardaki hususların anlaşılmasında ihtiyaca uygun bilgi sağlayan ve sistematik gruplandırılması gereken açıklamalardır. (TMS 1, par. 112-116). Bunlar, ek niteliğinde ve bir hususu aydınlatan, açıklayan yahut bir muhasebe politikasını ortaya koyan özlü ve anlaşılır hususlardır [Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), II, s. 294; Mutluer/Uslu/Bildirici, s. 243].

<sup>605</sup> “Notlar”, kullanıcıların ihtiyaçlarına uygun ek bilgileri ifade eder (Tekinalp, IFRS/TMS-TFRS, s. 55).

<sup>606</sup> Akdoğan/Tenker, s. 3; Sayılğan, s. 145.

<sup>607</sup> Sayılğan, s. 145.

<sup>608</sup> “Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) Uygulama Kapsamına İlişkin Kurul Kararı” (RG. 19.09.2018, S. 30540). Bu Karar üzerinde son olarak 25.08.2020 tarihli Karar ile değişiklik yapılmıştır (RG. 26.08.2020, S. 31225).

uluslararası standartlara uyumlu<sup>609</sup> olacak şekilde yürürlüğe konulan Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na (TFRS) göre hazırlamaktadırlar. TMS/TFRS'leri belirleme ve yayımlama yetkisi ise yalnızca KGK'dadır (TTK m. 88). Kurumun kuruluş, teşkilat, görev, yetki ve sorumluluklarına ilişkin usul ve esaslar, 660 sayılı “Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunun Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname”<sup>610</sup> ile düzenlenmiştir.

KGK, değişik işletme büyüklükleri, sektörler ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlar itibarıyla TMS'den muaf olacakları tespit etmeye veya bunlar için ayrı düzenlemeler yapmaya da yetkilidir (TTK Geçici Madde 1/4). Bu yetki çerçevesinde yürürlüğe konulan Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı (BOBİ-FRS)<sup>611</sup> bağımsız denetime tabi olup TMS uygulamayan şirketler için finansal tabloların hazırlanması ve sunumuna ilişkin özel raporlama standartları getiren esaslar içermektedir.

## **A- 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununun İlgili Düzenlemeleri**

### **a- Genel Olarak**

Hukukumuzda finansal raporlara ilişkin esas düzenlemeler TTK'da yer almaktadır. TTK'nın ticari defterlere ilişkin hükümleri (m. 64-88) ile anonim şirketlerin düzenlendiği kısmının “*Şirketin Finansal Tabloları, Yedek Akçeler*” başlıklı dokuzuncu bölümünde yer alan düzenlemeler (m. 514-528) doğrudan finansal tablolara ilişkindir. Ayrıca, Kanunun dolaylı da olsa finansal raporları ilgilendiren birçok düzenlemesi mevcuttur.

Türkiye’de öteden beri finansal tabloların düzenlenmesi vergi odaklı gelişmiş olup ilgili düzenlemeler yapılırken finansal tabloların kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin

---

<sup>609</sup> 6102 sayılı TTK, 6335 sayılı Kanunla değişmeden önce düzenlemelerin “*Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına tam uyumlu olacak şekilde*” belirlenip yayımlanacağı öngörülmüşken 6335 sayılı Kanun ile bu ifadenin değiştirilerek “*uluslararası standartlara uyumlu olacak şekilde*” haline getirilmesinin (m. 88/2) farklı sonuçlar doğuracağı ve isabetli olmadığı hakkında bkz. **Özkorkut**, Finansal Raporlama ve Bağımsız Denetime İlişkin Değişiklikler, s. 60; **Özkorkut**, TTK-VUK Çatışması, s. 131.

Türk Ticaret Kanunu Tasarısının m. 88/1 hükmünde yer verilen “tam uyumlu” ifadesinin, “özdeş” anlamında kullanıldığı hakkında bkz. **Tekinalp**, IFRS/TMS-TFRS, s. 35.

<sup>610</sup> RG. 02.11.2011, S. 28103.

<sup>611</sup> RG. 29.07.2017, S. 30138, mükerrer.

rolü ihmal edilmiştir<sup>612</sup>. 6102 sayılı TTK oluşturulurken bu farkındalıkla hareket edilmiş ve konuyla ilgili yeni bir vizyon ortaya konulmuştur<sup>613</sup>.

Bu bağlamda, daha önce de değinildiği üzere<sup>614</sup>, 6102 sayılı TTK’da, bütün sermaye şirketlerinin finansal raporlarını IFRS’ye tam uyumlu olacak şekilde, yalnız yetkili kamu otoritesi tarafından belirlenen ve yayımlanan düzenlemeler çerçevesinde hazırlayacakları öngörülmüştü. Ancak, finansal raporların niteliği açısından önem taşıyan ve sermaye piyasası yatırımcısını bilgilendirme odaklı<sup>615</sup> bu zorunluluğa tabi şirketlerin kapsamı 6335 sayılı Kanun ile daraltılmıştır. Bu değişiklik neticesinde TMS/TFRS’ye uyma zorunluluğu da yalnızca KGK tarafından belirlenen şirketlerle sınırlanmıştır (Geçici Madde 6)<sup>616</sup>. TTK’nın 88. maddesi, geçici madde 1 ile geçici madde 6 hükümleri KGK’nın konuyla ilgili yetkisini düzenlemektedir. Kanunun 528. maddesi ise özel statülü bazı şirketlerde uygulanacak özel hükümlere işaret etmektedir.

---

<sup>612</sup> Akdoğan/Tenker, s. 26.

<sup>613</sup> Kanunun gerekçesinin pek çok yerinde buna ilişkin açıklamalar mevcut olmakla birlikte, Genel Gerekçe’nin 5. paragrafında bu yaklaşım şu şekilde ifade edilmiştir:

*“Türkiye bir taraftan AB üyeliğine hazırlanırken, diğer taraftan da uluslararası ticaret, endüstri, hizmet, finans ve sermaye piyasalarının bir parçası olmak zorundadır. Bunun için uluslararası piyasaların kurumlarına, kurullarına ve kurallarına yer veren bir ticaret kanununa sahip olmalıdır.*

*2005 yılının Ekim ayında AB ile tam üyelik müzakerelerine başlama hazırlığı içinde bulunan Türkiye, uluslararası piyasaların bir parçası, Türk işletmeleri de bu piyasaların rekabet gücünü haiz, etkin ve güvenilir aktörleri olmak zorundadırlar. Bunun için başta gelen şart, işletmelerimizin Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (IFRS) göre düzenlenmiş ve uluslararası denetim standartları (IAAS) uyarınca denetlenmiş finansal tabloları ile iddialarını ortaya koyabilmeleridir. Sözü edilen standartlar, Türkiye’ye uluslararası itibar sağlayabileceği gibi, gücümüzü karşılaştırabilir ölçeklere göre hesaplamamıza, buna göre stratejik derinlik taşıyan ve sürdürülebilir politikaları belirlememize de olanak verecektir.*

*Türk Ticaret Kanunu bu amaçların gerçekleştirilmesinde etkili ve vazgeçilmez belki de tek araçtır. Bu ilke ve mekanizmalara yer vermeyen bir Ticaret Kanunu bugünün gereksinimlerine cevap veremez.”*

<sup>614</sup> Bkz. Birinci Bölüm-V-2-A-“6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu”.

<sup>615</sup> Tekinalp, IFRS/TMS-TFRS, s. 55.

<sup>616</sup> Bkz. İkinci Bölüm-IV-2-B-“660 Sayılı KHK ve KGK Düzenlemeleri”.

Ayrıca belirtelim ki, TTK’nın Geçici Madde 1/2. fıkrası “Aşağıda sayılanlar TMS/TFRS ve yorumlarını uygulamakla yükümlüdür: a) 1534 üncü maddenin ikinci fıkrasının (b) ilâ (e) bentlerindeki sermaye şirketleri. b) TMS/TFRS ve yorumlarını uygulamayı tercih edenler.” şeklindedir. Bu düzenlemenin yollamada bulunduğu TTK m. 1534’ün ikinci fıkrasının (b) ilâ (e) bentlerinde belirli tür şirketlere yer verilmiş olmakla birlikte; bu düzenlenenin TTK’ya konuluş amacı TMS/TFRS’yi uygulama zorunluluğu bulunan şirketleri belirlemek değil anılan hükümde yer verilen şirketler için TTK’nın Türkiye Muhasebe Standartları ile ilgili hükümlerinin 01.01.2013 tarihinde yürürlüğe gireceğinin hükme bağlanmasıdır. 6102 sayılı TTK’nın bütün sermaye şirketleri için TMS/TFRS’nin uygulanmasını zorunlu gören ilk hâlinde de söz konusu düzenlemelerin yer alması da bu görüşümüzü doğrular niteliktedir.



Buna ek olarak, TTK m. 64/5. fıkrası üzerinde yine 6335 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik çerçevesinde Vergi Usul Kanununa yapılan yollama ile vergi odaklı yaklaşımın varlığını koruması düşüncesine geri dönmüştür<sup>617</sup>.

TTK’da yer alan hükümlerin genel çerçevesi bu şekildedir. Ancak, konu TTK’nın sınırlarını aşmış ve değişik yasal düzenlemelerin yanı sıra farklı kamu otoritelerinin düzenleme yapma yetkileri işin içine dahil olmuştur. Bu bağlamda, finansal raporlara ilişkin hükümlerin dağınık bir görünüm arz ettiği ve bütünü oluşturan parçaların bir araya getirilerek konunun anlaşılabilirliğini gözden uzak tutmamak gerekir.

### **b- Bir Üst Hukuk Kuralı Olarak “Dürüst Resim İlkesi”**

Muhasebe öğretisine finansal tabloların sahip olması istenen özellikleri bağlamında bakıldığında, bir tarafta önemlilik özelliğinin diğer tarafta muhasebe bilgilerinin niteliksel (kalitatif, *qualitative*) özellikleri bulunmaktadır<sup>618</sup>. Bunlar arasında önemliliğin, finansal bilgi kullanıcılarının kararlarını etkileyecek kadar anlamlı ve önemli olma anlamına geldiği; niteliksel özelliklerin ise anlaşılabilir, ihtiyaca uygun, uyumlu, doğrulanabilir güvenilir ve karşılaştırılabilirlikten oluştuğu dile getirilmektedir<sup>619</sup>. Bunlar arasında “ihtiyaca uygunluk”, “gerçeğe uygun şekilde sunum” muhasebe bilgilerinin en temel nitelikleri olarak ön plana çıkarılmakta<sup>620</sup>; karşılaştırılabilirlik, doğrulanabilirlik,

<sup>617</sup> Değişikliğin analizi ve eleştirileri için bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 277, 278, 282; **Tekinalp, Ü.**: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 4. Bası, İstanbul 2015, s. 499-502; **Özkorkut**, Bağımsız Denetim, s. 41-74; **Özkorkut, K.**: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda Şirkete Borçlanma Yasağı, Finansal Raporlama ve Bağımsız Denetime İlişkin Değişiklikler, Batider 2012, C. 28, S. 3, s. 46-47, 56-63; **Özkorkut, K.**: Bir Düş Kırıklığı: Türkiye’de Bağımsız Denetim ve Finansal Raporlamada Geline Nokta, Vergi Sorunları Degisi 12.09.2012 tarihli köşe yazısı (<http://www.vergisorunlari.com.tr/yazi/korkut-ozkorkut/bir-dus-kirikligi-turkiyede-finansal-raporlama-ve-bagimsiz-denetimde-gelinen-nokta/31>).

Ayrıca, 6335 sayılı Kanun ile yapılan değişikliklerin AB müktesebatına uyumlu görülmediği değerlendirmesi hakkında bkz. **Özkorkut, K.**: Avrupa Komisyonu’nun 2012 Yılı Türkiye İlerleme Raporunun Şirketler Hukuku Faslına Finansal Raporlama ve Denetim Açısından Doğru Okumak, Batider 2012, C. 28, S. 4, s. 243-246; **Özkorkut**, TTK-VUK Çatışması, s. 121-131.

<sup>618</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Akdoğan/Tenker**, s. 38-48. Ayrıca bkz. Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve (2018 versiyonu), par. 2.20-2.38; **Tekinalp**, IFRS/TMS-TFRS, s. 62-65; **Sayar, Z.**: Uluslararası Muhasebe Standartları Kapsamında Halka Açık Bankalarda Kamuyu Aydınlatma Aracı Olarak Mali Tablolar, Muhasebe ve Denetime Bakış 2001, s. 76-77.

<sup>619</sup> **Karayalçın**, Yeni Gelişmeler, s. 121, 122. Bu özellikler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Mutluer, K./Uslu, M. S./Bildirici, Z.**: Sermaye Şirketlerinin Denetimi, 1. Baskı, İstanbul 2013, s. 208-210.

Bununla birlikte, muhasebe kural, ilke ve standartlarının muhasebenin topluma karşı olan sosyal sorumluluğu çerçevesinde açıklayan görüş için bkz. **Mutluer/Uslu/Bildirici**, s. 195, 197.

<sup>620</sup> **Bayazıtlı/Çelik/Gürdal**, s. 81-83.

zamanında sunum, anlaşılabilirlik gibi özellikler de destekleyici niteliksel özellikler olarak ifade edilmektedir<sup>621</sup>.

TTK'nın ortaya koyduğu yasal zeminde de, bu doğrultuda yeni bir ilkeye yer verilmiştir. Kanun koyucu, finansal muhasebenin yukarıda da zikredilen temel niteliksel özellikleriyle bağlantılı bir yaklaşımla, finansal raporlamanın, tam, anlaşılabilir, ihtiyaçlara uygun, şeffaf, gerçeği dürüst şekilde ve aslına sadık surette açıklamaya dayanması gerektiğini ortaya koymuştur<sup>622</sup>. Bu gereklilik, Anglo Sakson hukuk sistemi kökenli dürüst resim ilkesinin (*true and fair view*)<sup>623</sup> normatif zemine kavuşturulmasını beraberinde getirmiştir<sup>624</sup>.

TTK'nın 515. maddesi “*Anonim şirketlerin finansal tabloları, Türkiye Muhasebe Standartlarına göre şirketin malvarlığını, borç ve yükümlülüklerini, öz kaynaklarını ve faaliyet sonuçlarını tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, ihtiyaçlara ve işletmenin niteliğine uygun bir şekilde; şeffaf ve güvenilir olarak; gerçeği dürüst, aynen ve aslına sadık surette yansıtacak şekilde çıkarılır.*” şeklindeki düzenlemeyle finansal raporlamada hedeflenen genel vizyonu yansıtan bir “üst hukuk kuralı” olarak dürüst resim<sup>625</sup> ilkesine yer vermiştir<sup>626</sup>.

Anılan maddenin gerekçesinde ilkeyi somutlaştırmaya yönelik açıklamalar bulunmaktadır. Buna göre, “*Madde, dört emredici ilkeyi içerir: (a) Yıl sonu finansal*

<sup>621</sup> Bayazıtlı/Çelik/Gürdal, s. 83, 84.

<sup>622</sup> Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), II, s. 279.

<sup>623</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinalp, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 494-496; Özkorkut, Bağımsız Denetim, s. 81, 82; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), II, s. 293, 294. Demir, G.: Anonim Şirketler Hukukunda Dürüst Resim İlkesi, Yayımlanmamış Doktora Tezi, İzmir 2018; Falcıoğlu, M. Ö.: Anonim Şirket Finansal Tablolarında TTK 515 Kapsamında Dürüst Resim İlkesine Uygunluk ve İlkeye Aykırılığın Sonuçları, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2016, C. 11, S. 137-138, s. 69-102; Üçışık, G./Çelik, A.: Anonim Ortaklıkta Finansal Tablolar Yedek Akçeler ve Kar Dağıtımı, 1. Baskı, İstanbul 2018, s. 35-39; Özkorkut, K.: Dürüst Resim İlkesi Çerçevesinde Finansal Tabloların Onaylanabilmesi İçin Aranması Gereken Kriterlerin Genel Kurul Kararlarının İptali Davalarında Yargıtay Kararlarına Etkisi, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XXXII (21 Aralık 2018), Ankara 2020, s. 53-80; Manavgat, Ç.: Anonim Ortaklıklarda Dürüst Resim İlkesi Kapsam ve İlkeye Aykırılığın Finansal Tabloların Geçerliliğine Etkisi, Batider 2019, C. 35, S. 4, s. 5-27.

<sup>624</sup> Dürüst resim ilkesi, 6102 sayılı TTK ile Türk hukukunda ilkesel olarak yasal zemin kazanmış olsa da, Türk hukukunda benimsenmesi gerekliliği uzun süre önce ifade edilmiş bir ilkedir (Tekinalp, Ü.: Anonim Ortaklığın Hesapları, 40. Yılında Türk Ticaret Kanunu, İstanbul 1997, s. 202).

<sup>625</sup> Manavgat, aynen aktarmaya işaret eden “resim” terimi yerine yansıtmaya anlamını daha iyi taşıyan “görünüm” hatta bilgilerin özüne ve sunuşuna ilişkin özellikleri kapsamak üzere “gerçek ve dürüst görünüm” ifadesinin tercih edilmesinin ilkenin adı açısından daha isabetli bir tercih olabileceğini belirtmiştir (Manavgat, Dürüst Resim İlkesi, s. 11, 12).

<sup>626</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 398. Dürüst resim ilkesi, “üst ilke (*overriding principle*)” olarak da nitelendirilmiştir (Tekinalp, IFRS/TMS-TFRS, s. 65; Özkorkut, Dürüst Resim İlkesi, s. 57; Manavgat, Dürüst Resim İlkesi, s. 21).

tabloları Türkiye Muhasebe Standartlarına (m. 88, geçici m. 1) göre çıkarılır. (b) Finansal tablolardan şirketin malvarlığı, borçları, yükümlülükleri, öz kaynakları ve faaliyet sonuçları anlaşılmalıdır. (c) Finansal tablolar tam, anlaşılabilir, geçmiş yıllarla karşılaştırılabilir, ihtiyaçlara ve işletmenin niteliğine uygun, şeffaf, güvenilir olmalıdır. (d) Şirketin durumunun resmini vermelidir; bu resim gerçeği dürüst ve aslına uygun olarak yansıtmalıdır.”<sup>627</sup>.

Hemen belirtelim ki, gerek madde metninde gerekse gerekçede yer verilen dört ana kuraldan ilki olarak ifade edilen TMS’nin uygulanma zorunluluğu, daha sonradan sınırlandırılmış olduğundan, dürüst resim ilkesi bu bağlamda bir parça zayıflatılmıştır. Ancak, yine de dürüst resim ilkesinin bir üst hukuk kuralı olarak görülmesi nedeniyle bir bilanço kuralıyla çatışması hâlinde ilkenin üstün tutulacağı kabul edilmektedir<sup>628</sup>.

Dürüst resim ilkesi, TTK m. 515’de yer alan düzenlemenin yanı sıra TTK’nın değişik maddelerinde ve gerekçesinde yollamada bulunulan bir prensiptir<sup>629</sup>. SerPK m. 14/3’de<sup>630</sup> de bu ilkeye yer verilmiştir<sup>631</sup>. SerPK’nın kâr payı avansına ilişkin 20. maddesinin ikinci fıkrasında da “*ara dönem finansal tablolarının gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olması*”ndan doğan hukuki sorumluluk düzenlenmesi dürüst resim ilkesine işaret etmektedir.

TMS’nin dürüst resim ilkesinin üstünlüğünü kabul edip etmediği tartışma konusu olmakla birlikte, TTK ve SerPK’nın bu ilkeyi kabul ettiğine şüphe yoktur<sup>632</sup>. Öte yandan,

<sup>627</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 1524. Ayrıca bkz. **Yanlı**, TTK Tasarısında Kamunun Aydınlatılması, s. 165; **Özkorkut**, Dürüst Resim İlkesi, s. 56-61.

<sup>628</sup> **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 294. Vergi Usul Kanunu’nun hiçbir düzenlemesinin bu ilkeyi bertaraf edemeyeceği hakkında bkz. **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 499.

Nitekim, Avrupa Birliği Adalet Divanı’nda yargılamaya konu bir olayda bu husus gündeme gelmiş; ancak, 4. Yönergenin 31/1.c hükmünde yer bulan ihtiyatlılık ilkesinin dürüst resim ilkesine aykırılık taşımadığı sonucuna varılmıştır (Bkz. CJEU 27.06.1996, Case C-234/94). Aynı yönde **Özkorkut**, Dürüst Resim İlkesi, s. 56. Krş. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 294.

<sup>629</sup> TTK m. 199/2, 199/4, 200, 398/1, 402/5.b, 403/1, 420/2, 437/2, 457/1, 516/1. Ayrıca, TTK’nın 349, 351, 375, 398 ve 516. maddelerinin gerekçelerinde ve anonim şirketlere ilişkin kısmının “Denetleme” başlıklı bölümünün girişinde ve nihayet genel gerekçenin 34. paragrafında yer alan açıklamalarda dürüst resim ilkesine yollamada bulunulmuştur (**Özkorkut**, Dürüst Resim İlkesi, s. 61-65).

<sup>630</sup> “İhraççılar düzenleyecekleri finansal tablo ve raporlardan Türkiye Muhasebe Standartları kapsamında Kurulca belirlenenleri, bu Kanun uyarınca listeye alınan bağımsız denetim kuruluşlarına, Türkiye Denetim Standartları çerçevesinde bilgilerin gerçeği doğru ve dürüst bir biçimde yansıtmayı ilkesine uygunluğu bakımından inceleyerek bir bağımsız denetim raporu almak zorundadırlar”.

<sup>631</sup> **Özkorkut**, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 164, 172.

<sup>632</sup> **Tekinalp**, IFRS/TMS-TFRS, s. 66.

TMS 1'in "gerçeğe uygun sunum"a yönelik olarak 15 ilâ 24. paragrafları, dürüst resim ilkesinin somutlaştığı esaslar olarak görülmeye elverişlidir.

### **B- 660 sayılı KHK ve KGK Düzenlemeleri**

Yukarıda da değinilen 660 sayılı KHK ile bu alandaki uluslararası standartlara uyumlu TMS ve TFRS'lerin oluşturulup yayımı ve bağımsız denetime ilişkin kamu gözetimini gerçekleştirme amaçlarıyla KGK'nın kuruluş, teşkilat, görev, yetki ve sorumluluklarına ilişkin usul ve esasları düzenlenmiştir.

KGK, finansal raporlamaya ilişkin TTK ve 660 sayılı KHK'dan aldığı yetkisini, yapmış olduğu düzenleyici işlemlerle kullanmaktadır. Bu bağlamda, TMS/TFRS'leri uygulama zorunluluğu bulunan şirketler, "Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) Uygulama Kapsamına İlişkin Kurul Kararı"<sup>633</sup> ile belirlenmiştir<sup>634</sup>. KGK'nın söz konusu Kararına göre TMS/TFRS'yi uygulaması zorunlu tutulanlardan konumuz özelinde dikkat çekici olanlar aşağıdaki türde şirketlerdir:

- "6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca Sermaye Piyasası Kurulunun düzenleme ve denetimine tabi işletmelerden;

(a) Sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim şirketler,

(b) Sermaye piyasası araçlarını sadece nitelikli yatırımcılara satan ve sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem görmeyen şirketler,

(c) Pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını tahsisli olarak ihraç eden halka açık olmayan şirketler,

...

---

<sup>633</sup> RG. 19.09.2018, S. 30540.

<sup>634</sup> KGK, ilk olarak, 2012 yılında "660 sayılı KHK'da belirtilen kamu yararını ilgilendiren kuruluşların, 6102 sayılı Kanunun 397 nci maddesi çerçevesinde Bakanlar Kurulu kararıyla bağımsız denetime tabi olacakların ve aynı Kanunun 1534 üncü maddesinin ikinci fıkrasında sayılan şirketlerin münferit ve konsolide finansal tablolarının hazırlanmasında Türkiye Muhasebe Standartlarını uygulamasına" karar vermiştir (RG. 17.11.2012, S. 28470).

Daha sonra 2014 yılında, yukarıdaki kriterlerden farklı olarak, Karara ekli listedeki kurum, kuruluş ve işletmelerin münferit ve konsolide finansal tablolarının hazırlanmasında TMS'nin uygulanması karara bağlanmıştır (RG. 26.08.2014, S. 29100).

Son olarak, 2018 yılında "Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) Uygulama Kapsamına İlişkin Kurul Kararı" ile yine listeleme yöntemiyle TMS'yi uygulama zorunluluğu bulunan şirketler belirlenmiştir (RG. 19.09.2018, S. 30540). Bugün için bu Karar yürürlükte olmakla birlikte anılan Karar üzerinde son olarak 25.08.2020 tarihli Karar ile değişiklik yapılmıştır (RG. 26.08.2020, S. 31225).

(p) *Sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmeyen ancak Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında halka açık sayılan şirketlerden aşağıdaki üç ölçütten en az ikisini sağlayanlar:*

- *Aktif toplamı on beş milyon ve üstü Türk Lirası.*
- *Yıllık net satış hasılatı yirmi milyon ve üstü Türk Lirası.*
- *Çalışan sayısı elli ve üstü.”.*

TMS uygulama zorunluluğuna tabi olmayan şirketler ise Maliye Bakanlığı’nın yetki alanında olan Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği çerçevesinde hareket eder. KGK da 05.11.2014 tarihli Kararı ile TMS/TFRS’yi uygulama zorunluluğu bulunmayan şirketlerin Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği’ni uygulayacağını kararlaştırmıştır. Ancak, bu şirketlerin gönüllü (isteğe bağlı) olarak TMS/TFRS’leri uygulayabilmeleri mümkündür (TTK Geçici Madde 1/2.b). Aynı zamanda, BOBİ-FRS de bağımsız denetime tabi olup TMS’yi uygulama zorunluluğu bulunmayan büyük ve orta boy işletmeler için finansal tabloların hazırlanması ve sunumuna ilişkin esaslar içermektedir.

KGK’nın yapmış olduğu düzenlemelere genel bir bakış yapılacak olursa;

- TMS ve TFRS,
- Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve<sup>635</sup>
- TMS/TFRS Yorumları<sup>636</sup>

karşımıza çıkmaktadır. Görüldüğü üzere, finansal raporlara dair normlara ilişkin olarak standartlar, kavramsal çerçeve ve yorumlar üzerine kurulu üçlü bir yapı söz konusudur<sup>637</sup>.

---

<sup>635</sup> Yürürlükte bulunan “Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve”, KGK’nın yerini aldığı Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) tarafından 27.01.2011 tarih ve 27828 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. 01.01.2020 tarihinde ve sonrasında başlayan hesap dönemlerinde uygulanacak olan Kavramsal Çerçeve’de 27.10.2018 ve 30578 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. Hemen belirtelim ki, isteyen şirketlerin bu tarihten önceki hesap dönemlerinde de bu Kavramsal Çerçeveyi uygulayabilmelerinin mümkün olduğu kabul edilmiştir.

Kavramsal çerçevenin (*conceptual framework*), bir standart olmayıp “rehber” niteliğinde olduğu hakkında bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 289.

Kavramsal çerçevenin amaçları ve kapsamı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Mutluer/Uslu/Bildirici**, s. 203-205.

<sup>636</sup> Yorumlar, özellikle uygulamada ortaya çıkan görüş ayrılıklarına ilişkin konularda yeknesaklık sağlamaya yönelik açıklamalardır [**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 289].

TMS/TFRS yorumlarının hukuki nitelik olarak standart ve ilkelerin ayrılmaz parçası olduğu kabul edilmiştir (TTK m. 88/1). Yorumların standartlardan bağımsız olduğu düşüncesiyle kaleme alındığı görüşü hakkında bkz. **Tekinalp**, IFRS/TMS-TFRS, s. 39.

<sup>637</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, IFRS/TMS-TFRS, s. 37-39; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 285-289.

Ayrıca bir de Finansal Tablo Örnekleri ve Kullanım Rehberi mevcuttur<sup>638</sup>. Temelde üç kolon üzerine kurulu ve Rehber ile desteklenen bu yapıya uymakla yükümlü şirketlerin finansal raporlarını bu çerçevede hazırlayıp yayımlamaması hâlinde kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk hükümleri uygulama alanı bulacaktır.

### C- SPK Düzenlemeleri

Finansal raporlar, sermaye piyasaları açısından değişik yönlerden önem taşımaktadır. İhraççıların sermaye piyasasına giriş aşamasında düzenlemesi zorunlu kamuyu aydınlatma belgelerinin önemli bir parçasını finansal raporlar oluşturur. Bununla birlikte, sermaye piyasası mevzuatına tabi olan şirketlerin SPK tarafından gözetimi ve denetimi aşamasında da dikkate alınan bilgi kaynağı yine finansal raporlardır. Keza, bilginin sermaye piyasası araçlarının değerine ve fiyatına yansımaları nedeniyle bu araçlar, gerek birinci el gerekse ikinci el piyasada değer biçilmesinde esas alınır<sup>639</sup>.

TTK'nın 528. maddesinde “*Sermaye Piyasası Kanunu kapsamındaki tüm kurumların finansal tabloları ile konsolide finansal tablolarına ilişkin olarak Türkiye Muhasebe Standartlarında ve Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunca belirlenmiş idari düzenlemelerde hüküm bulunmayan hâllerde, söz konusu alanları düzenlemek ve denetlemek üzere kurulan kurum, kurul ve kuruluşların özel kanunlarında yer alan hükümler uygulanır.*” hükmüne yer verilmiştir.

SerPK m. 14/1. fıkrasında yer verilen “*İhraççı, kamuya açıklanacak veya gerektiğinde Kurulca istenecek finansal tablo ve raporları, şekil ve içerik bakımından Türkiye Muhasebe Standartları çerçevesinde Kurulca belirlenen düzenlemelere uygun olarak, zamanında, tam ve doğru bir şekilde hazırlamak ve ibraz etmek zorundadır*” şeklindeki düzenlemeyle, bir taraftan TMS uygulanması zorunluluğu diğer taraftan ise SPK'nın bu şirketlerin finansal tablo ve raporlarına yönelik olarak düzenleme yapma yetkisi hükme bağlanmıştır<sup>640</sup>. Bununla birlikte, SerPK m. 14/3'nin<sup>641</sup> Türkiye Denetim Standartları'na (TDS) ve dürüst resim ilkesine yollamada bulunduğu görülmektedir<sup>642</sup>.

---

<sup>638</sup> RG. 07.06.2019, S. 30794.

<sup>639</sup> Pash, Kurumsal Yönetim, s. 256.

<sup>640</sup> Özkorkut, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 163, 164.

<sup>641</sup> “İhraççılar düzenleyecekleri finansal tablo ve raporlardan Türkiye Muhasebe Standartları kapsamında Kurulca belirlenenleri, bu Kanun uyarınca listeye alınan bağımsız denetim kuruluşlarına, Türkiye Denetim Standartları çerçevesinde bilgilerin gerçeği doğru ve dürüst bir biçimde yansıtması ilkesine uygunluğu bakımından inceleyerek bir bağımsız denetim raporu almak zorundadırlar”.

<sup>642</sup> Özkorkut, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 164.

Hemen belirtelim ki, SerPK m. 14 yalnızca halka açık anonim şirketleri değil bütün ihraççıları kapsamaktadır<sup>643</sup>. SPK'nın “*Kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla genel ve özel nitelikte kararlar alma*” yetkisi de yine Kanunun açık hükmü gereği kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olan finansal raporları da kapsar (SerPK m. 128/1.b). SerPK m. 14'de TMS'lere yapılan yollama TTK hükümleriyle bir çatışma hâlinde değildir. Ancak, bütün ihraççıların doğrudan SPK'nın düzenlemelerine tabi kılınması, TTK m. 528'in belirlediği yetki çerçevesini aşmıştır<sup>644</sup>. Şu hâlde, SerPK'nın TTK'da göre sonraki tarihli özel hükümler içerdiği göz önüne alındığında SPK'nın bu konudaki yetkisinden şüphe duyulmamalıdır<sup>645</sup>.

SPK, finansal raporlama konusundaki düzenleme yapma yetkisini “Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)”<sup>646</sup> ile kullanmıştır. Ayrıca, yatırım fonları tarafından düzenlenecek finansal raporlar ile bunların hazırlanmasına ve ilgililere sunulmasına ilişkin ilke, usul ve esaslar “Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ (II-14.2)”<sup>647</sup> ile belirlenmiştir.

II-14.1 Tebliği m. 5/1 gereğince “işletmeler”in KGK tarafından yayımlanan TMS/TFRS'yi esas alacakları kararlaştırılmıştır. Bu Tebliğ açısından “işletme” teriminin, “*Yatırım fonları ile konut finansmanı ve varlık finansmanı fonları dışında kalan ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarını*” ifade ettiği kabul edilmiştir (m. 4/1.d). Bu bağlamda, söz konusu düzenleme, 6335 sayılı Kanun ile yapılan değişikliklerle TMS/TFRS'leri uygulama zorunluluğunun dışında bırakılan şirketlerin bir kısmının da söz konusu standartlara uymasını gerektirmektedir. Dolayısıyla Tebliğin kapsadığı şirketlerin finansal raporlarının bu standartlara uygun hazırlanmaması sorumluluk açısından hukuki sonuçlarını beraberinde getirecektir. Nitekim Tebliğin 18. maddesinde de “*İşletmelerin herhangi bir yolla kamuya yapacakları açıklamalarda, bu Tebliğe uygun olarak hazırlanmamış finansal raporlar veya bu raporlarda yer alan veriler kullanılamaz. Kullanılması halinde, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyecek*

---

<sup>643</sup> Kanunun “*Sermaye Piyasası Araçlarının İhracı, Kamunun Aydınlatılması ve İhraççılara İlişkin Esaslar*” başlıklı ikinci kısım hükümlerinin “halka açık ortaklık” ya da “payları borsada işlem gören halka açık ortaklık” ifadesinin açıkça kullanılmadığı durumlarda bütün ihraççıları kapsar bir uygulama alanına sahip olduğu hakkında bkz. **Aydoğan**, HDT, s. 79, 80.

<sup>644</sup> SPK'ya raporlama standartları belirleme yetkisinin tanınmasının “esaslı bir çok başlılığa” sebebiyet verdiği ve KGK'nın TTK m. 88'de düzenlenen yetkisine aykırı olduğu hakkında bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 284.

<sup>645</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Özkorkut**, Bağımsız Denetim, s. 94-101.

<sup>646</sup> RG. 13.06.2013, S. 28676.

<sup>647</sup> RG. 30.12.2013, S. 28867, mükerrer.

*önemli hususlara ilişkin gerçeğe aykırı veya eksik bilgi verilmiş sayılır.” hükmüne de açıkça yer verilmiştir.*

### **3- Finansal Rapor Türleri**

#### **A- Finansal Tablolar**

Muhasebe bilgileri, kamuyu aydınlatma ilkesiyle ilgili en önemli verilerden biri olarak gösterilmektedir<sup>648</sup>. Bu tür bilgilerin en yoğun şekilde sunulduğu kamuyu aydınlatma belgeleri de finansal tablolarıdır. Yalnız, muhasebe bilgilerinin sadece finansal tablolarda mevcut olduğu düşünülmemelidir. Zira diğer kamuyu aydınlatma belgelerinde de yine birtakım muhasebe bilgilerinin paylaşımının söz konusu olabileceğini unutmamak gerekir.

Finansal tablolar kapsamında;

- (a) Finansal durum tablosu (bilanço),
- (b) Kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosu,
- (c) Nakit akış tablosu ve
- (d) Özkaynak değişim tablosu

yer almaktadır (II-14.1 Tebliği m. 4/1.c; TMS 1 par. 10<sup>649</sup>).

Bu tablolardaki dipnotlar da yine finansal tablolara dahil kabul edilmektedir. Söz konusu tablolar arasında finansal durum tablosu ve gelir tablosu muhasebe öğretisinde “temel finansal tablolar” olarak da adlandırılmakta<sup>650</sup> ve muhasebenin muhataplara bilgi vermesini sağlayıcı en önemli belgeler olarak kabul edilmektedir<sup>651</sup>. Kanun koyucu TTK’da bu iki tabloyu “yıllık finansal tabloları” olarak adlandırmıştır (TTK m. 68/3). Yine de her bir tablonun diğerlerinden tamamen bağımsız olmayıp birbirindeki çeşitli bilgileri kullanabildiğini ve ayrı ayrı fonksiyonlara sahip olmaları dolayısıyla sağlıklı bir değerlendirme için bütün tabloların dikkate alınması gerektiği unutulmamalıdır<sup>652</sup>.

Finansal tabloların amaçlarına bakıldığında, konunun iki farklı düzenleme ile açıklığa kavuşturulduğu görülmektedir. Bunlardan Maliye ve Gümrük Bakanlığı<sup>653</sup>

<sup>648</sup> Çelik, Şirket Demokrasisi, s. 51; Akbulak, s. 1826.

<sup>649</sup> TMS 1’de bunlara ek olarak ayrıca işletmenin bir muhasebe politikasını geriye dönük uygulaması ve finansal tablo kalemlerinde geriye dönük bir düzeltme yapması ya da 40A-40D paragrafları uyarınca finansal tablo kalemlerini yeniden sınıflandırması durumunda bir önceki dönemin başına ait finansal durum tablosunun da finansal tablolar setine dahil olacağı belirtilmiştir (par. 10).

<sup>650</sup> Bayazıt/Çelik/Gürdal, s. 20, 25; Sayılğan, s. 145; Mutluer/Uslu/Bildirici, s. 203.

<sup>651</sup> Mutluer/Uslu/Bildirici, s. 195.

<sup>652</sup> Mutluer/Uslu/Bildirici, s. 207.

<sup>653</sup> İsminin bugünkü karşılığıyla “Hazine ve Maliye Bakanlığı”.



tarafından yürürlüğe konulan “Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği (Sıra No: 1)”nde<sup>654</sup> finansal tabloların amaçları şu şekilde ifade edilmiştir: “Yatırımcılar, kredi verenler ve diğer ilgililer için karar almada yararlı bilgiler sağlamak. (2) Gelecekteki nakit akımlarını değerlendirmede yararlı bilgiler sağlamak. (3) Varlıklar, kaynaklar ve bunlardaki değişiklikler ile işletme faaliyet sonuçları hakkında bilgi sağlamak.”<sup>655</sup>. TMS 1’in 9. paragrafında ise “Finansal tablolar, işletmenin finansal durumunun ve finansal performansının biçimlendirilmiş sunumudur. Finansal tabloların amacı; işletmenin finansal durumu, finansal performansı ve nakit akışları hakkında geniş bir kullanıcı kitlesine ekonomik kararlar alırken faydalı olacak bilgi sağlamaktır. Finansal tablolar ayrıca, yöneticilerin kendilerine emanet edilen kaynakları nasıl kullandığının sonuçlarını gösterir. Finansal tablolar, bu amaca ulaşmak için aşağıdakiler hakkında bilgi sağlar: (a) Varlıklar, (b) Yükümlülükler, (c) Özkaynak, (d) Kazanç ve kayıplar dâhil, gelir ve giderler, (e) Ortakların, ortaklık sıfatıyla yaptığı katkılar ve ortaklara yapılan dağıtımlar ve (f) Nakit akışları. Bu bilgiler, dipnotlarda yer alan bilgilele birlikte, finansal tablo kullanıcılarının işletmenin gelecekteki nakit akışlarını ve özellikle bu nakit akışlarının zamanlamasını ve kesinliğini tahmin etmelerine yardımcı olur.” şeklinde bir amaç ortaya konulmuştur. Biri 1992 diğeri 2018 tarihli olan söz konusu iki düzenlemedeki yaklaşım farklılığı, zaman içerisinde finansal raporlara makro bakış açısındaki değişimi de gözler önüne sermektedir.

En baştan belirtelim ki, finansal tablolarda yer alan bütün bilgilerin, muhatapların tamamı tarafından doğru algılandığı ve bu kişileri en rasyonel kararlara götürdüğü söylenemez. Muhatapların finansal tabloları algılama kapasiteleri ve gereksinimleri kişiye ve duruma göre farklılık arz eder. Örneğin, küçük bireysel yatırımcılar tarafından bilgilerin doğru değerlendirilmesi oldukça güç olmakla birlikte kurumsal ve profesyonel nitelikteki yatırımcılar açısından ise durum farklıdır. Buna karşın, günümüzde geline nokta, ilgili bireysel yatırımcılar bu verileri değerlendirme yetisinden yoksun olsa bile bu kişilerin hizmet aldığı kişi ya da kurumlar ya da bu konuda gelişen iletişim olanakları vasıtasıyla bilgiye ulaşabilme güçleri yüksektir. Keza, şirket ile herhangi bir sözleşme ilişkisine girecek olan tedarikçi, kiralayan, iş sahibi gibi çok çeşitli hukuki sıfatlara sahip olabilecek kişilerin de (geniş anlamda şirket alacaklılarının) kendi içinde ve kamuyu aydınlatmanın diğer muhataplarıyla algı düzeyleri ile finansal tablolara ilgileri farklılık arz edecektir. Özellikle vurgulanması gerekir ki, kamuyu aydınlatmada önemli olan

<sup>654</sup> RG. 26.12.1992, S. 21447, birinci mükerrer.

<sup>655</sup> Finansal tabloların amaçları konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. Akdoğan/Tenker, s. 31, 32.

husus, bilgilerin gerekli niteliklere sahip şekilde emre amade konumda olmasıdır; ilgili kişilerin bunları dikkate almaları ve doğru değerlendirip değerlendiremedikleri ise ayrı bir konudur.

Elbette finansal tabloların nasıl düzenlendiğinin ortaya konulması çalışmanın amacına uygun düşmez. Yalnızca ne olduklarının kavramsal belirlemesi ile içerik, fonksiyon ve ilgili hukuki düzenlemelere yer verilecektir. Bu çerçevede yapılacak değerlendirmede TTK'nın yanı sıra SPK ve KGK tarafından yürürlüğe konulan düzenlemeler de göz önünde bulundurulacaktır. Yukarıda da açıklandığı üzere, KGK tarafından yürürlüğe konulan düzenlemelerin uygulama alanı kamuyu aydınlatma ilkesinin kapsadığı şirketlerle büyük ölçüde örtüşmektedir. Bu düzenlemelerin uygulama alanına girmeyen şirketler açısından ise yine söz konusu tabloların kavram olarak neyi ifade ettiklerinin belirlenmesi değer taşımaktadır.

#### **a- Finansal Durum Tablosu (Bilanço)**

Bilanço, en genel ifadeyle, şirketlerin nihai amacını oluşturan gelir elde etme hedefine ulaşılması için kullandıkları varlıklar ile bu varlıkların finansmanında kullandıkları kaynakları gösteren tablodur<sup>656</sup>. TTK m. 68/1'de de tacirin “*varlık ve borçlarının tutarlarının ilişkisini gösteren finansal tablo*” olarak nitelendirilmiştir. Bilançoda şirketin belirli bir tarihe ilişkin finansal durumu raporlanmaktadır<sup>657</sup>; bu yönüyle statik bir tablodur<sup>658</sup>.

Bilanço hazırlanması, TTK'nın ticari defterlere ilişkin kısmında (m. 68-81) tacir olmaya bağlanan bir yükümlülük olarak düzenlenmiştir. Buna göre her tacir, açılış bilançosunun yanı sıra yıllık bilanço çıkarmak zorundadır (m. 68/1).

Bilançoda işletme varlıkları aktifler arasında, bu varlıklara bağlanan fonların sağlandığı kaynaklar ise pasif tarafta gösterilir. Aktiflerde dönen ve duran varlıklar yer almakta; pasiflerde ise kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar ile özkaynaklar bulunmaktadır. Dönen varlıklar bir yıldan önce nakde dönüşeceği varsayılan hususları oluştururken duran varlıkların bir yıldan daha uzun süre içinde nakde dönüşeceği kabul edilmektedir<sup>659</sup>. Bu şekildeki bir gruplandırma, finansal analize uygun bir yapı

<sup>656</sup> **Tekinalp**, IFRS/TMS-TFRS, s. 43; **Bayazıtlı/Çelik/Gürdal**, s. 26; **Sayılğan**, s. 147. Ayrıca bkz. MSUGT (Sıra No: 1)-IV-A-1-a-“Bilanço Tanımı” (RG. 26.12.1992, S. 21447, birinci mükerrer).

<sup>657</sup> **Bayazıtlı/Çelik/Gürdal**, s. 26.

<sup>658</sup> **Sayılğan**, s. 147.

<sup>659</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, IFRS/TMS-TFRS, s. 46-51; **Bayazıtlı/Çelik/Gürdal**, s. 26-29.

oluşturmaktadır<sup>660</sup>. Özel olarak izin verilen hâller hariç olmak üzere, aktiflerle pasifler arasında bir mahsup yapılmaksızın ayrı ayrı gösterilmesi (mahsup yasağı) genel kural olup bu durum resmin bütününe görülmesini sağlar. Nitekim, bilanço, kâr ve zarar hesabı ile birlikte, bir dönem kamuyu aydınlatmanın en çok uygulama bulduğu ve istenileni gerçekleştirdiği belge olarak gösterilmiştir<sup>661</sup>.

## **b- Kapsamlı Gelir Tablosu**

TTK m. 68/2. fıkrası uyarınca her tacir gelir tablosu hazırlamak zorundadır. Kapsamlı gelir tablosunun düzenlenmesine ilişkin esaslar TMS 1'in 81A ile 105. paragrafları arasında düzenlenmiştir. Gelir tablosu, Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği (Sıra No: 1)'nde de kapsamlı düzenlemelere konu edilmiştir.

Gelir tablosu, şirketin raporlama dönemine ilişkin olarak gelir<sup>662</sup> ve giderler<sup>663</sup> ile bir zaman diliminde gerçekleştirilen şirket faaliyetlerinin ve performansının raporlandığı finansal tablodur<sup>664</sup>. Bu tablo şirketin finansal performansı ile ilgili bilgi verir ve temel finansal tablolardan biridir. Şirketin yönetim faaliyetini ve başarısını değerlendirebilme açısından da bilançodan daha önemli görülmektedir<sup>665</sup>.

(1) sıra nolu MSUGT'de yer alan tanıma göre, gelir tablosu, *“işletmenin belli bir dönemde elde ettiği tüm gelirler ile aynı dönemde katlandığı bütün maliyet ve giderleri ve bunların sonucunda işletmenin elde ettiği dönem net kârını veya dönem net zararını kapsar”*<sup>666</sup>.

Gelir tablosunda yer alan bilgiler, bir dönemin başından sonuna kadar geçen zamanı temsil etmektedir. Bu durum kümülatif (birikimli) tutarların ortaya çıkmasına yol açtığı için bu tablo dinamik bir tablo olarak addedilmektedir<sup>667</sup>. Bu tabloda şirketin belirli

<sup>660</sup> Sayılğan, s. 148.

<sup>661</sup> Tekinalp, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 40, 53-54.

<sup>662</sup> Gelir, “*öz kaynak üzerinde talep hakkı sahiplerinin yaptığı katkılar haricinde, özkaynakta artışlara yol açan varlıklardaki artışlar ve yükümlülüklerdeki azalışlardır*” (Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve m. 4.68).

<sup>663</sup> Gider, “*öz kaynak üzerindeki talep hakkı sahiplerine yapılan dağıtımlar haricinde, özkaynaklarda azalışlara yol açan varlıklardaki azalışlar ve yükümlülüklerdeki artışlardır*” (Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve par. 4.69).

<sup>664</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Bayazıtılı/Çelik/Gürdal, s. 31; Sayılğan, s. 22; Üçışık/Çelik, Finansal Tablolar, s. 97-101; Doğan, M./Ertugay, E.: Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına Göre Kapsamlı Gelir Tablosu ve Örnek Uygulama, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi 2010, C. 3, S. 3, s. 117, 118.

<sup>665</sup> Karayalçın, Muhasebe Hukuku, s. 95; Karayalçın, Y.: Avrupa Topluluğu-Muhasebe Hukuku, Batider 1990, C. 15, S. 4, s. 55.

<sup>666</sup> MSUGT (Sıra No: 1)-IV-A-2-a-“Gelir Tablosu Tanımı”.

<sup>667</sup> Sayılğan, s. 148.

bir tarih ile yine belirli bir tarih arasında kâr mı zarar mı ettiği ile bu kâr yahut zararı oluşturan gelir-gider bileşenleri gösterilir<sup>668</sup>. Bu şekilde dönem net kârına ya da zararına ilişkin bilgilere ulaşılır. Kapsadığı dönem içerisindeki tahakkuk eden finansman giderlerinin ve gelirlerinin tespitini sağlar.

### **c- Nakit Akış Tablosu**

Bir diğer finansal tablo türü olan nakit akış tablosu, şirketlerin belirli bir dönemde ortaya çıkan nakit akışlarını, kaynakları ve kullanım yerini gösterir.

Standartlara bakıldığında, TMS 1’de “*nakit akışlarına ilişkin bilgiler, finansal tablo kullanıcılarının, işletmenin nakit ve nakit benzerlerini yaratma kabiliyetini ve bu nakit akışlarını kullanma ihtiyaçlarını değerlendirmesi için bir esas teşkil eder*” açıklamasına yer verildiği görülmektedir (par. 111). TMS 7<sup>669</sup> ise bütünüyle nakit akış tablosuna ayrılmıştır. Bu Standarda göre, nakit akış tablosunun konusunu teşkil eden nakit akışı, “*nakit ve nakit benzerlerinin işletmeye girişi ve çıkışı*” olarak tanımlanmıştır (par. 6). Bu düzenleme açısından nakit, “*işletmedeki nakit ile vadesiz mevduat*”; nakit benzerleri ise “*tutarı belirli bir nakde kolayca çevrilebilen ve değerindeki değişim riski önemsiz olan yüksek likiditeye sahip kısa vadeli yatırımlar*” olarak belirlenmiştir.

Bu tablo, Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği (Sıra No: 1)’nde “nakit akım tablosu” adıyla düzenlenmiş ve “*İşletmenin belirli bir hesap dönemi içinde ortaya çıkan nakit akışlarını, kaynakları ve kullanım yerleri bakımından gösteren tablo*” olarak tanımlanmıştır. Aynı düzenlemede, bu tablodaki fon kavramının kasa mevcudu ve bankadaki mevduatları kapsadığı belirtilmiştir<sup>670</sup>.

Nakit akış tablosundaki nakdi giriş ve çıkışların gerçekleşen faaliyetlere göre ortaya konulması şirket faaliyetlerinin izlenebilmesi adına değer taşır. Aynı zamanda, şirketin nakit girişlerinin ve çıkışlarının ne kadarının şirketin gerçek (esas) faaliyetlerinden, ne kadarının olağandışı işlemlerinden, yatırım faaliyetlerinden yahut finansal faaliyetlerinden gerçekleştiği de bu tablolardan anlaşılır<sup>671</sup>.

<sup>668</sup> Kapsamlı gelir tablosunda yer alan bilgiler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Doğan/Ertugay**, s. 121-138.

<sup>669</sup> RG. 06.06.2018, S. 30443, mükerrer.

<sup>670</sup> MSUGT (Sıra No: 1)-IV-B-1-a-“Tanımlar”.

<sup>671</sup> **Sayılğan**, s. 153.

#### d- Özkaynak Değişim Tablosu

Finansal tablolar setinin son tablosu olan özkaynak değişim tablosu, bir dönem içinde özkaynak kalemlerinde meydana gelen artış ve azalışların bir bütün olarak gösterildiği tablodur<sup>672</sup>. Bu tablo ile değişimlerin ortaya konulması ve bunların şirket bakımından etkilerinin değerlendirilebilmesi amaçlanmaktadır<sup>673</sup>. Finansal bilgi kullanıcıları bu tablo sayesinde sebepleri açıklanmış bir şekilde değişiklikleri görme ve şirketin nakit üretme yeteneğini değerlendirme olanağı bulur<sup>674</sup>.

(1) sıra nolu Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğinde özkaynaklar değişim tablosunun “*ilgili dönemde öz kaynak kalemlerinde meydana gelen artış veya azalışları bir bütün olarak gösteren tablo*”yu ifade ettiği öngörülmüştür<sup>675</sup>.

Özkaynak değişim tablosu, Standartlar arasında TMS 1’in 106 ile 110. paragrafları arasında düzenlenmiştir. Anılan Standardın 106. paragrafına göre, özkaynak değişim tablosunda; “*ana ortaklığın sahiplerine ve kontrol gücü olmayan paylara isabet eden toplam tutarlar ayrı olarak gösterilecek şekilde, döneme ait toplam kapsamlı gelire*”, “*TMS 8’e göre finansal tablolara yansıtılan geriye dönük uygulama veya geriye dönük düzenlemenin her bir özkaynak bileşeni üzerindeki etkisine*” ve “*her bir özkaynak bileşeninin dönem başı ve dönem sonundaki defter değeri arasındaki mutabakata*” yer verileceği düzenleme altına alınmıştır (par. 106).

#### B- Yönetim Kurulu Faaliyet Raporları

Bir kamuyu aydınlatma belgesi türü olarak yönetim kurulu faaliyet raporları yönetimin işlem ve eylemlerine odaklanmıştır. Bu raporlar, finansal tablo niteliğinde değildir; ancak, finansal raporlar içerisinde yer almaktadır. Bu sebeple de kamuyu aydınlatma belgesi özelliğine sahiptir.

Tartışmalı olmakla birlikte, şirket ile arasındaki ilişkinin vekalet sözleşmesine dayandığı ifade edilen<sup>676</sup> yönetim kurulunun, yıllık faaliyet raporu düzenlemesinin

---

<sup>672</sup> Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), II, s. 288, 289; Sayılğan, s. 154.

<sup>673</sup> Sayılğan, s. 154.

<sup>674</sup> Tekinalp, IFRS/TMS-TFRS, s. 53.

<sup>675</sup> MSUGT (Sıra No: 1)-IV-B-3-a-“Tanım”.

<sup>676</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Kırca (Şehirali/Manavgat), s. 453-458. Konuyla ilgili farklı görüşler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Akdağ Güney, N.: Anonim Şirket Yönetim Kurulu, İstanbul 2012, s. 171-182.

hukuki temelinin de vekalet ilişkisine dayanan vekilin hesap verme borcu olduğu ifade edilmektedir<sup>677</sup>.

Kanun koyucu, yönetim kurulu faaliyet raporlarını TTK'nın 516. maddesinde düzenlemiştir. Ayrıca, şirketler topluluğuna ilişkin yıllık faaliyet raporunun ana şirketin yönetim kurulu tarafından 516. maddeye göre düzenleneceğini hükme bağlayan 518. madde de yönetim kurulu faaliyet raporlarına ilişkindir.

Kanunun 516. maddesinin birinci fıkrasında yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporları *“şirketin, o yıla ait faaliyetlerinin akışı ile her yönüyle finansal durumunu, doğru, eksiksiz, dolambaçsız, gerçeğe uygun ve dürüst bir şekilde”* yansıtan belge olarak değerlendirilmiş; bu raporda şirketin finansal durumunun, finansal tablolar esas alınarak değerlendirileceği ve şirketin gelişmesine ve karşılaşması muhtemel risklere de açıkça işaret edilmesi gerektiği belirtilmiştir<sup>678</sup>.

Yönetim kurulu faaliyet raporunun asgari içeriğini belirleme konusunda TTK m. 516/3 ile Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'na<sup>679</sup> yetki verilmiş ve Bakanlık bu yetkisini *“Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik”*<sup>680</sup> düzenlemesini yürürlüğe koyarak kullanmıştır<sup>681</sup>. İlgili Yönetmeliğin 3/1.g bendine göre yıllık faaliyet raporu, *“Yönetim organı tarafından Kanuna ve bu Yönetmeliğe göre düzenlenen, şirketin ilgili yıla ilişkin faaliyetlerinin akışı ile her yönüyle finansal durumunun doğru, eksiksiz, dolambaçsız, gerçeğe uygun ve dürüst bir şekilde yansıtıldığı, şirketin gelişmesinin ve karşılaşılması muhtemel risklerin belirtildiği raporu”* ifade eder.

---

<sup>677</sup> **Ayoğlu, T.:** Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi, Türk Ticaret Kanunu'na İlişkin İkincil Mevzuatın Değerlendirilmesi, (Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi-15 Aralık 2013), s. 35.

<sup>678</sup> Kanunda ayrıca yönetim kurulunun faaliyet raporu aşağıdaki hususları da içermesi gerektiği hükme bağlanmıştır:

*“a) Faaliyet yılının sona ermesinden sonra şirkette meydana gelen ve özel önem taşıyan olaylar.*

*b) Şirketin araştırma ve geliştirme çalışmaları.*

*c) Yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilere ödenen ücret, prim, ikramiye gibi mali menfaatler, ödenekler, yolculuk, konaklama ve temsil giderleri, ayni ve nakdî imkânlar, sigortalar ve benzeri teminatlar.”* (TTK m. 516/2).

Yönetim kurulu faaliyet raporunun kapsamı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Üçışık/Çelik**, Finansal Raporlar, s. 117-124.

<sup>679</sup> İsminin bugünkü karşılığıyla “Ticaret Bakanlığı”.

<sup>680</sup> RG. 28.08.2012, S. 28305.

<sup>681</sup> Anılan Yönetmelik hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Ayoğlu**, Yıllık Faaliyet Raporu, s. 35-46; **Aksu Özkan, R.:** Finansal Tabloların Tutulması ve Hukuksal Sonuçları, İstanbul 2019, s. 330-352.

SPK ise II-14.1 Tebliğinin uygulandığı şirketler açısından anılan Tebliğin 8. maddesinde düzenleme yapmıştır. Bu maddeye göre, Tebliğ kapsamındaki şirketler de yönetim kurulu faaliyet raporlarını esas itibarıyla Bakanlık Yönetmeliği'ne uygun şekilde hazırlayacaklardır. Yalnız, bu şirketlerin hazırlayacakları raporlarda yer alması zorunlu birtakım hususlar anılan maddenin ikinci fıkrasında açıkça belirtilmiştir<sup>682</sup>.

Anonim şirketlerin yönetimine ilişkin iyi ve adil yönetim esasları ortaya koyma iddiasında olan kurumsal yönetim ilkeleri arasında da yönetim kurulu yıllık faaliyet raporuna ilişkin birtakım özel kurallar öngörülmüştür. “Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1)”nin 8. maddesi uyarınca kurumsal yönetime tabi şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında bu ilkelerin uygulanıp uygulanmadığı, uygulanmıyor ise buna ilişkin gerekçeye ve anılan hükümde belirtilen diğer açıklamalara yer verilir. Dönem içerisinde söz konusu açıklamalarda önemli bir değişiklik olması durumunda, ilgili değişiklik ara dönem faaliyet raporlarında belirtilir. Tebliğe ekli Kurumsal Yönetim İlkelerinin 2.2.1 hükmünde yönetim kurulunun, faaliyet raporunu kamuoyunun şirketin faaliyetleri hakkında tam ve doğru bilgiye ulaşmasını sağlayacak ayrıntıda hazırlaması gerektiğine; 2.2.2 hükmünde ise ilgili mevzuatta ve kurumsal yönetim ilkelerinin diğer bölümlerinde belirtilen hususlara ek olarak yıllık faaliyet raporlarında belirtilmesi gereken birtakım özel hususlara yer verilmiştir<sup>683</sup>. Yalnız, bu hususların Kurumsal Yönetim Tebliğinin uygulama alanındaki şirketlerle sınırlı olarak hüküm ve sonuç doğuracağını unutmamak gerekir (Bkz. II-17.1 Tebliği m. 1, 3/1.f, 4, 5).

---

<sup>682</sup> Bu düzenlemeye göre yıllık faaliyet raporlarında aşağıdaki bilgilere yer verilmesi zorunludur:

- a) Yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilerin yetki sınırları, görev süreleri (başlangıç ve bitiş tarihleriyle), toplu sözleşme uygulamaları, personel ve işçilere sağlanan hak ve menfaatler,
- b) İşletmenin faaliyet gösterdiği sektör ve bu sektör içerisindeki yeri hakkında bilgi, işletmenin üretim birimlerinin nitelikleri, satış miktar ve fiyatlarına ilişkin genel açıklamalar, satış koşulları ve bunlarda yıl içinde görülen gelişmeler, verimlilik oranları ve geçmiş yıllara göre bunlardaki önemli değişikliklerin nedenleri,
- c) Yatırımlardaki gelişmeler, teşviklerden yararlanma durumu, yararlanılmışsa ne ölçüde gerçekleştirildiği,
- ç) İşletmenin finansman kaynakları ve varsa çıkarılmış bulunan sermaye piyasası araçlarının niteliği ve tutarı,
- d) Dönem içinde esas sözleşmede yapılan değişiklikler ve nedenleri,
- e) Mevzuat uyarınca Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu düzenleme yükümlülüğünün bulunması veya isteğe bağlı olarak hazırlanmış olması halinde, söz konusu Rapor,
- f) Mevzuat uyarınca ilişkili taraf işlemleri ve bakiyelerine ilişkin ortaklara sunulması zorunlu bilgiler,
- g) Finansal tablolarda yer almayan ancak kullanıcılar için faydalı olacak diğer hususlar.”.

<sup>683</sup> Kurumsal Yönetim İlkeleri çerçevesinde aranan ve hesap verme borcunun doğal yansıması olarak nitelendirilebilecek olan birtakım unsurlara Bakanlık Yönetmeliğinde yer verilmemesinin eleştirisi hakkında bkz. **Ayoğlu**, Yıllık Faaliyet Raporu, s. 49, 50.

Yönetim kurulu faaliyet raporunun ilgili şirketin tabi olduğu mevzuatta belirlenen asgari içeriğe uygun şekilde hazırlanmaması değişik hukuki sonuçları beraberinde getirecektir. Bir taraftan yönetim kurulunun şirkete karşı hukuki sorumluluğu doğacak<sup>684</sup> diğer taraftan da bu raporun kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olması dolayısıyla kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk hükümleri uygulama alanı bulacaktır.

### C- Sorumluluk Beyanları

Finansal raporlar arasında sayılan belgelerden sonuncusu da sorumluluk beyanlarıdır. Bu belge, diğer finansal raporlara ilişkin bir sorumluluk çerçevesi ortaya koyar. TTK ve SerPK’da sorumluluk beyanlarına değinilmemiş olsa da, anılan belge II-14.1 Tebliği’nin 9. maddesinde düzenlenmiştir.

Tebliğin m. 9/3. fıkrası sorumluluk beyanının ne olduğunun ve içeriğinin anlaşılmasına yarar. Bu düzenlemeye göre yıllık ve ara dönem finansal raporlamadan sorumlu yönetim kurulu üyeleri ile şirketin genel müdürünün ya da finansal raporlamadan sorumlu yöneticisinin bu beyanı vermesi gerekmekte olup beyanın içeriğinde şunlar yer alır:

- “(a) Finansal tablo ve faaliyet raporunun kendileri tarafından incelendiği,
- (b) İşletmedeki görev ve sorumluluk alanında sahip oldukları bilgiler çerçevesinde, finansal tablo ve faaliyet raporunun önemli konularda gerçeğe aykırı bir açıklama veya açıklamanın yapıldığı tarih itibarıyla yanıltıcı olması sonucunu doğurabilecek herhangi bir eksiklik içermediği,
- (c) İşletmedeki görev ve sorumluluk alanında sahip oldukları bilgiler çerçevesinde, bu Tebliğ uyarınca hazırlanmış finansal tabloların -varsa konsolidasyon kapsamındakilerle birlikte-işletmenin aktifleri, pasifleri, finansal durumu ve kâr ve zararı ile ilgili gerçeği dürüst bir biçimde yansıttığı ve faaliyet raporunun işin gelişimi ve performansını ve -varsa konsolidasyon kapsamındakilerle birlikte- işletmenin finansal durumunu, karşı karşıya olunan önemli riskler ve belirsizliklerle birlikte, dürüstçe yansıttığı.”.

Sorumluluk beyanı, üçüncü kişilerin finansal tablolar dolayısıyla uğrayacakları zararlar da şirket tüzel kişiliği dışındaki muhatapların bilinmesine hizmet eder. Ancak, Tebliğ’in bu beyana ilişkin esasları, TTK ve SerPK çerçevesinde belirlenecek hukuki

<sup>684</sup> Bu tür bir durumda yönetim kurulu hakkında ibra kararı verilmiş olsa dahi yönetim kurulunun şirkete karşı sorumlu olacağı hakkında bkz. **Ayoğlu**, Yıllık Faaliyet Raporu, s. 39.



sorumluluğun alternatifi yahut bu kanunlarla yarışan kurallar olarak görülemez. Sorumluluk beyanı yalnızca ilgilileri teşhis fonksiyonuna sahiptir.

#### **D- Konsolide Finansal Tablolar**

Anonim şirketler yukarıda sayılan finansal tabloları ile kendilerine ilişkin finansal durumu ortaya koyar. Yalnız, kanun koyucu, bir şirketin başka şirketler üzerinde bir kontrol ve hakimiyet gücüne sahip olması hâlinde her bir şirketin yalnızca kendi finansal tablolarını ortaya koymasını yeterli görmemiş, grup içinde yer alan şirketleri tek bir şirket bir başka deyişle tek bir muhasebe birimi sayarak şirketler topluluğu bütünüdür. Bu bütünü gösteren tablolara da konsolide (*consolidated*) finansal tablolar denilmektedir<sup>685</sup>.

Görüleceği üzere, bir işletmenin bir veya daha fazla işletmeyi kontrol etmesi durumunda konsolide finansal tabloların hazırlanması ve yayımı gündeme gelmektedir. Konsolide tablo hazırlanması zorunluluğuna götüren kontrol kavramı; (a) bir şirketin diğeri üzerinde güce sahip olması, (b) diğeri şirketle aralarındaki ilişki dolayısıyla değişken getirilere sahip olması ve (c) diğeri şirket üzerinden elde edeceği getirilerin miktarını etkileyebilecek şekilde güç kullanma imkânına sahip olması ile açıklanmaktadır<sup>686</sup>. Konuyu hukuki zemine taşıdığımızda ise konsolide tablo oluşturma zorunluluğuna götüren hakimiyet ilişkisinin belirlenmesi adına TTK m. 195’de düzenlenen kriterler gündeme gelir. Bu kriterler çerçevesinde, hâkim şirket-bağlı şirket yahut ana şirket-yavru şirket şeklinde ifade edilen hâkimiyet ilişkisinin kurulup kurulmadığı belirlenir.

TTK’nın “*Şirketler Topluluğunun Finansal Tabloları ve Yıllık Faaliyet Raporu*” üst başlıklı 517 ve 518. maddelerinde konsolide finansal tabloların ve yönetim kurulu faaliyet raporunun hazırlanması yükümlülüğünün yanı sıra bu tablolar hazırlanırken dürüst resim ilkesine ve TMS’ye uygun hareket edilmesi gerektiği düzenlenmiştir.

Konuyla ilgili Standart ise “Konsolide Finansal Tablolar” başlıklı TFRS 10’dur<sup>687</sup>. Bu Standardın ayrılmaz bir parçası niteliğindeki EK A’da konsolide finansal tablolar, “*Ana ortaklığın ve onun bağlı ortaklıklarının varlıklarının, borçlarının, özkaynaklarının, gelirlerinin, giderlerinin ve nakit akışlarının tek bir işletmenininki gibi*

<sup>685</sup> Konsolide finansal tablo düzenlenmesi zorunluluğuna götüren üst kuruluşlar ve şirketler topluluğu hukukunun oluşturulma gerekçeleri için bkz. **Karayalçın**, Avrupa Topluluğu-Muhasebe Hukuku, s. 63.

<sup>686</sup> **Tekinlalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 310.

<sup>687</sup> RG. 28.10.2011, S. 28098.

*sunulduğu, bir gruba ait finansal tablolar” olarak tanımlanmıştır (EK A-Tanımlanan Terimler).*

Konsolide tablolar içerisinde konsolide bilanço, topluluktaki bütün şirketlerin bilanço toplamlarından oluşmamaktadır<sup>688</sup>. Zira topluluk içi borç ilişkilerinin konsolide finansal tablolara belirli özel usul ve esaslar dahilinde yansıtılması gerekmektedir. Bu yüzden konsolide tabloların düzenlenmesi, topluluk içindeki şirketlerin tablolarının yan yana konulup adi bir hesaplama ile bir sonuca varılmasından fazlasını ifade eder.

Son olarak belirtelim ki, topluluk şirketlerinin tamamı konsolide finansal tabloları hazırlama ve yayım yükümlülüğü altında değildir. Yalnızca topluluğun hâkim şirketi bu yükümlülüğe tabidir<sup>689</sup>.

#### **4- Finansal Raporların Yayınlanması**

##### **A- Yıllık Finansal Raporların Yayınlanması**

Finansal raporlama faaliyeti, raporlara konu bilgilerin hazırlanmasından sonraki aşama olarak bilgilerin kamuya duyurulmasını da kapsar<sup>690</sup>. Bu belgelerin fonksiyonlarını icra edebilmesi için ilgili kural, ilke ve standartlara uygun şekilde hazırlanmasının yanı sıra ilgili esaslar çerçevesinde yayımı zorunludur.

Yukarıda açıklanan çerçevede, TTK, TBMM’de kabul edilen ilk hâlinde şeffaflığı prensip edinmiş bir anlayışa sahipti. Kanunun ilk hâlinde, bütün sermaye şirketleri için asgari içeriği kanun koyucu tarafından belirlenmiş bir internet sitesi açma zorunluluğu söz konusuydu. Bu zorunluluğu düzenleyen ve internet sitesinin asgari içeriğini belirleyen TTK’nın 1524. maddesinde finansal raporların bu sitede yer alması zorunlu kılınmıştı<sup>691</sup>. Anılan zorunluluğun 6335 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikle esnetilmesi sonrasında kanuni asgari içerik belirlenmesi anlayışı da terk edilmiştir. Daha sonradan çıkarılan ve konuyla ilgili diğer birtakım usul ve esaslar ile birlikte internet sitesi içeriği

<sup>688</sup> **Karayalçın, Y.:** Türkiye’de Üst Kuruluşlar Alanında Yeni Gelişmeler “Konsolide Mali Tablolar”, Batider 1992, C. 16, S. 4, s. 109, 110.

<sup>689</sup> **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), II,** s. 306-312.

<sup>690</sup> **Manavgat, HAAO,** s. 206.

<sup>691</sup> TTK m. 1524’ün internet sitesinin asgari içeriğini belirleyen birinci fıkrasının (ı) ve (i) bentlerinde finansal raporlara şu şekilde yer verilmiştir:

*“ı) Finansal tablolar, kanunen açıklanması gerekli ara tablolar, özel amaçlarla çıkarılan bilançolar ve diğer finansal tablolar, pay ve menfaat sahipleri bakımından bilinmesi gerekli finansal raporlamalar, bunların dipnotları ve ekleri.*

*i) Yönetim kurulunun yıllık raporu, kurumsal yönetim ilkelerine ne ölçüde uyulduğuna ilişkin yıllık değerlendirme açıklaması; yönetim kurulu başkan ve üyeleriyle yöneticilere ödenen her türlü paralar, temsil ve seyahat giderleri, tazminatlar, sigortalar ve benzeri ödemeler”.*

düzenlenen “Sermaye Şirketlerinin Açacakları İnternet Sitelerine Dair Yönetmelik”te de finansal raporlara yer verilmesi tercih edilmemiştir. Bu durumda, kamuyu aydınlatma ilkesini finansal raporlar açısından bütün sermaye şirketleri için geçerli bir ilke kılma fırsatı kaçırılmıştır.

Bununla birlikte, TTK m. 437/1 çerçevesinde pay sahiplerinin genel kurul öncesinde finansal raporları inceleme ve suret isteme olanakları mevcuttur. Anılan hükme göre, finansal tabloların, konsolide finansal tabloların ve yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunun anılan fıkra da sayılan diğer belgelerle birlikte, genel kurul toplantısından en az onbeş gün önce, şirketin merkez ve şubelerinde, pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulması zorunludur. Ayrıca, finansal tablolar ve konsolide tabloların bir yıl süre ile merkezde ve şubelerde pay sahiplerinin bilgi edinmelerine açık tutulması gereklidir. Her pay sahibi, gideri şirkete ait olmak üzere, gelir tablosuyla bilançonun bir suretini isteyebilir. Ancak, bu imkânın, çağın şeffaflık gereksinimleri açısından yeterli olduğunu söyleyebilmek mümkün değildir.

TTK m. 437’de halka açık olmayan anonim şirketler açısından iki hafta olarak öngörülen inceleme süresi halka açık anonim şirketler açısından üç hafta olarak belirlenmiştir (II-14.1 Tebliği m. 10/2; 15). Bu raporlar her halükarda, ilgili hesap döneminin bitimini takip eden üçüncü ayın sonuna kadar bildirilir (II-14.1 Tebliği m. 10/2).

Pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakları bağlamında TTK’da öngörülen süreler bu şekilde olmakla birlikte, kamuyu aydınlatma ilkesinin kapamında olan şirketler açısından durum farklıdır. Bu şirketlerin finansal raporlarının bildirimi ve kamuya açıklanması usul ve esasları SPK’nın II-14.1 Tebliği’nin 10-15. maddeleri arasında ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

Tebliğin m. 10/1. fıkrasına göre “*Sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmeler, yıllık finansal raporlarıyla bunlara ilişkin Kurulun bağımsız denetim düzenlemelerinde öngörülen bağımsız denetim raporlarını; (a) Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunmadığı durumlarda, hesap dönemlerinin bitimini izleyen 60 gün, (b) Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunduğu durumlarda, hesap dönemlerinin bitimini izleyen 70 gün içinde 12 ve 12/A maddelerinde belirlenen usullere uygun olarak bildirir*”. Hemen belirtelim ki, Tebliğin 13. maddesi, makul gerekçelerin varlığı hâlinde SPK tarafından ara dönem ve yıllık finansal raporların kamuya açıklanmasına ilişkin olarak şirketlere ek süre verilebilmesine imkân tanımıştır.

SPK, Tebliğ kapsamındaki şirketleri finansal raporların sunulacağı yer açısından ikili bir ayrıma tabi tutmuştur:

Tebliğin m. 12/1. fıkrasında sayılan şirketlerin finansal raporlarını kamuya açıklanmak üzere KAP'a bildirmeleri gerektiği kabul edilmiştir. Bunlar arasında *“Sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmeler”* konumuz özelinde öne çıkmaktadır (Diğer şirketler için bkz. m. 12/1.a).

Tebliğin m. 12/2. fıkrasında sayılanların ise SPK'ya bildirim yapması zorunludur. Bunlar arasında *“(a) Sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem görmeyen halka açık ortaklıklar, (b) Sermaye piyasası araçlarını sadece nitelikli yatırımcılara satan ve sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem görmeyen işletmeler, (c) Pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını tahsisli olarak ihraç eden halka açık olmayan işletmeler”* konumuz özelinde dikkat çekmektedir (Diğer şirketler için bkz. m. 12/2.a,b,c).

Son olarak belirtelim ki, Tebliğin 14/1. fıkrası uyarınca finansal raporlarını KAP'a sunan şirketler yıllık ve ara dönem finansal raporlarını kamuya açıklanmasını müteakip kendi internet sitelerinde de yayımlama zorunluluğu altındadır. Söz konusu raporların şirketin internet sitesinde en az beş yıl süreyle kamuya açık hâlde tutulması da zorunludur.

## **B- Ara Dönem Finansal Raporlarının Yayımlanması**

Yıllık finansal tablolar, 365 günlük önceki hesap dönemine ilişkin verileri esas alarak mevcut durumun fotoğrafını ortaya koyar. Bu durum kuşkusuz şirketin geleceğine dair birtakım öngörüler yapılmasını sağlayabilir. Ancak, ticaret hayatında ve sermaye piyasasında sürekli olarak yeni gelişmeler ve değişiklikler meydana gelmektedir. Kamuyu aydınlatma muhataplarının ve özellikle de mevcut ve potansiyel yatırımcıların şirketi takibinin olabildiğince güncel veriler üzerinden yapılabilmesi için sermaye piyasası aracı ihracı yoluyla bu piyasadan kaynak sağlayan şirketlerin daha kısa aralıklarla finansal tablolarını hazırlayıp yayımlaması ihtiyacı mevcuttur. Bu gerekçeyle ara dönem finansal tabloların düzenlenmesi öngörülmüştür. Avrupa sermaye piyasalarında da finansal rapor denildiğinde, yıllık düzenlenilenlerin yanında ara dönem raporları da bu kapsamın doğal bir parçasıdır<sup>692</sup>.

Ara dönem finansal raporlarıyla ilgili olarak vurgulanmasında yarar olan hususlar; ilgili hukuki düzenlemeler, hangi şirketlerin hangi dönemlerde ara dönem finansal

<sup>692</sup> Brinckmann, Periodic Disclosure, s. 315.

raporlarını düzenlemekle yükümlü olduğu ve ara dönemden ne anlamak gerektiği ile bu çerçevede hesap dönemi bitmeden hazırlanıp yayımı gündeme gelecek tabloların neler olduğu hususlarıdır.

II-14.1 Tebliğinin 7. maddesinde ara dönem finansal tablolarını düzenlemekle yükümlü şirketler, 8/3. fıkrasında ara dönem faaliyet raporları ve nihayet 11. maddesinde ara dönem finansal raporların bildirim süreleri düzenlenmiştir. Ayrıca, 2006 tarihli Ara Dönem Finansal Raporlama başlıklı TMS 34<sup>693</sup> birçok değişikliğe uğramış olsa da halen yürürlüktedir. Anılan Standartta ara dönem finansal raporunun “*TMS 1 Finansal Raporların Sunuluşu standardında tanımlandığı üzere tam bir finansal tablo setini veya bu Standartta tanımlanan ara döneme ilişkin özet finansal tablo setini içeren finansal raporu*” oluşturduğu düzenlenmiştir.

TMS 34’ün yürürlükteki halinin 4. paragrafında yer verilen “ara dönem” ve “ara dönem finansal raporları”na yönelik belirlemeler de konuyu aydınlatıcı niteliktedir. Söz konusu açıklamalara göre, ara dönem “*bir yıllık finansal raporlama döneminden daha kısa süreli finansal raporlama dönemi*”ni ifade etmektedir. SPK’nın II-14.1 Tebliği’nin 7. maddesinde de bu kural üç, altı ve dokuz aylık dönemler belirlenerek somutlaştırılmıştır.

II-14.1 Tebliğine göre ara dönem finansal raporlarını hazırlamak zorunda olan şirketler; “(a) *İhraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmeler*, (b) *Yatırım kuruluşları*, (c) *Yatırım ortaklıkları*, (ç) *Portföy yönetim şirketleri*, (d) *İpotek finansmanı kuruluşları*”dır (II-14.1 Tebliği m. 7/1). Bunlar arasında konumuz özelinde önem taşıyan belirleme “*İhraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmeler*”dir<sup>694</sup>. Bu tür şirketlerin düzenlemesi gereken ara dönem finansal raporlarını hiç ya da zamanında düzenlememeleri ile yanlış, yanıltıcı yahut eksik düzenlemesi şirketin ve söz konusu raporları düzenlemekle sorumlu kişilerin hukuki sorumluluklarını doğuracaktır.

---

<sup>693</sup> RG. 02.02.2006, S. 26068.

<sup>694</sup> Söz konusu fıkra da yer verilen diğer şirketler ise “...(b) *Yatırım kuruluşları*, (c) *Yatırım ortaklıkları*, (ç) *Portföy yönetim şirketleri*, (d) *İpotek finansmanı kuruluşları*”dır (m. 7/1). Ayrıca, “*Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğü bulunan yatırım ortaklıkları, ara dönem konsolide finansal tabloları ile birlikte ara dönem bireysel finansal tablolarını da hazırlamakla yükümlüdürler*” (m. 7/2).

## 5- Finansal Raporların Hazırlanması ve Yayımında Görev ve Yetki

### A- 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre

Anonim şirket finansal raporlarının hazırlanması ile ilgili düzenlemeler çerçevesinde tabloların düzenlenmesinin ve yayımının kimin yahut kimlerin görev ve yetkisinde olduğunun belirlenmesi, bu raporların hukuki sorumluluk doğurucu nitelikte olması hâlinde zararı tazmin yükümlülerinin belirlenmesine hizmet eder.

Her şeyden önce TTK'nın "*Finansal tablolar, tacir tarafından tarih atılarak imzalanır.*" şeklindeki 71. maddesi tacirin finansal tabloların hazırlanması zorunluluğunun esas muhatabı olduğunu göstermektedir. Şirketin yetkili organları tüzel kişi tacir olan anonim şirketin bizatihi kendisini ifade ettiğinden yetkili organın hazırlaması bunların tacir tarafından hazırlanması gerekliliğini karşılamaktadır.

Finansal tabloların hazırlanması ve yayımının nitelik itibarıyla şirketin yönetim ve temsiline ilişkin konulardan olduğunda şüphe yoktur. Nitekim, TTK m. 514'de de finansal tabloların ve yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunun yönetim kurulu tarafından hazırlanıp genel kurula sunulacağı açıkça hükme bağlanmıştır.

Konuyla ilgili sorulması gereken bir diğer soru bu görevin devredilemez ve vazgeçilemez bir görev olup olmadığıdır. TTK'nın yönetim kurulunun devredilemez ve vazgeçilemez görev ve yetkilerine ilişkin 375. maddesinin birinci fıkrasının (c) bendinde "*Muhasebe, finans denetimi ve şirketin yönetiminin gerektirdiği ölçüde, finansal planlama için gerekli düzenin kurulması*"na; (f) bendinde ise yıllık faaliyet raporunun düzenlenmesi ve genel kurula sunulması görevine açıkça yer verilmiştir.

TTK m. 375/1.c bendinde yer verilen "*muhasabe denetimi*" ile şirket muhasebesinin belirlenmesi, programlanması ve hangi ortamda tutulacağının belirlenmesi; "*finans denetimi*" ile ise şirket iş ve işlemlerinin denetimine yönelik bir iç denetim sisteminin kurulması ve bunu yapacak bölümün belirlenmesinin anlaşılması gerektiği ifade edilmiştir<sup>695</sup>.

Önemle belirtelim ki, TTK m. 375/1.c bendinin finansal raporların hazırlanması ve yayımını da kapsayacak şekilde geniş yorumlanması gerektiği dile getirilmiştir<sup>696</sup>. TTK m. 375/1.c bendine ilişkin gerekçede "*Düzenin kurulması*" sözcüğünden de anlaşıldığı üzere, devredilmez olan '*düzenin kurulması görevi*'dir; yoksa muhasebenin

<sup>695</sup> Dal, S./Çalış, Y. E.: Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Anonim Şirket Yönetim Kurulunun "Muhasebe ve Finans Denetim" Sisteminin Kurulmasına İlişkin Devredilemez Görev ve Yetkisi, Mali Çözüm Dergisi 2012, Yıl 22 (Kasım-Aralık), s. 75, 76.

<sup>696</sup> Kırca (Şehirali/Manavgat), s. 547; Manavgat, HAAO, s. 205, 206; Üçışık/Çelik, Finansal Tablolar, s. 38.

*tutulması devredilebilir ve yönetimin devri hallerinde bu husus açıkça ifade edilir”* açıklaması getirilmiştir<sup>697</sup>. Ancak, bu gerekçenin finansal raporların düzenlenmesini devredilebilir ve vazgeçilebilir bir görev ve yetki haline getirmeye yetip yetmediği belirsizlik arz etmektedir. Yukarıda belirtilen TTK m. 71 uyarınca tacirin finansal tabloları imzalaması esasının, bunun gerekli nisabı da sağlayan bir yönetim kurulu kararı şeklinde neticelendirilmesi zorunluluğunu beraberinde getirdiği kabul edilmektedir<sup>698</sup>. Bu düşünce de söz konusu yetkinin, devredilemez ve vazgeçilemez nitelikte olmak üzere yönetim kuruluna ait olduğu düşüncesine götürmektedir. Yine, finansal raporların hazırlanması işlevsel olarak yönetim kurulunun kurul organ olarak hesap verme borcunun ifası anlamını taşır<sup>699</sup>. Ancak, yetki devredilemez ve vazgeçilemez nitelikte olsa dahi, bu düzenlemelerin yönetim kurulu üyelerinin özel uzmanlık gerektiren finansal tabloları bizzat hazırlamalarını gerekli kılmadığı ve uzman kişilerin yardımından yararlanılabileceği de kabul edilmektedir<sup>700</sup>.

## **B- Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre**

Kanun koyucu, SerPK m. 14/2. fıkrası ile bir taraftan hukuki sorumluluğu düzenlerken diğer taraftan finansal tablo ve raporların yollama yapılan usul ve esaslara göre hazırlanmasından ve sunulmasından ihraççının yanında ihraççı yönetim kurulunu sorumlu tutarak bu görevin ona ait olduğunu ortaya koymuş olmaktadır. Dolayısıyla kanun koyucu, SerPK’da öngördüğü kural ile TTK’ya uyumlu ve tutarlı bir yaklaşım geliştirmiştir.

SPK’nın finansal raporlara ilişkin ana düzenlemesi olan II-14.1 Tebliğinde ise yukarıda bir finansal rapor olarak ayrıca ele alınmış olan sorumluluk beyanı vesilesiyle konuya değinilmiştir. Tebliğin 9. maddesine göre yönetim kurulunun finansal tablo ve faaliyet raporlarının kabulüne dair ayrı bir karar alması gerekir (m. 9/1). TTK m. 71 çerçevesinde yapılan yorumları destekleyen bu kuralın yönetim kurulunun bilgisi olmadan finansal raporların açıklanmasının engellenmesi amacına yönelik olduğu ifade edilmektedir<sup>701</sup>.

---

<sup>697</sup> Bkz. TTK Madde Gereçekleri, m. 375/1.c. Ayrıca bkz. **Dal/Çalış**, s. 74-75.

<sup>698</sup> **Kırca (Şehirali/Manavgat)**, s. 548.

<sup>699</sup> Yönetim kurulu faaliyet raporu için yapılan aynı yönde değerlendirme için bkz. **Ayoğlu**, Yıllık Faaliyet Raporu, s. 45, 46.

<sup>700</sup> **Kırca (Şehirali/Manavgat)**, s. 548; **Manavgat**, HAAO, s. 206.

<sup>701</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 205.

II-14.1 Tebliği m. 9/2’de “İşletme yönetim kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri uyarınca seçilecek denetim komitesini, denetim komitesi bulunmaması halinde ise üyeleri arasından en az bir üyeyi, finansal raporlamadan sorumlu olarak belirler. Ancak bu husus, yönetim kurulunun finansal raporların hazırlanması, sunulması ve gerçeğe uygunluğuna ilişkin sorumluluğunu ortadan kaldırmaz” şeklinde bir düzenlemeye yer verilmesi dikkat çekicidir. Ancak, öğretilerde haklı olarak denetim komitesinin<sup>702</sup>, bu fıkra çerçevesinde finansal raporlamadan sorumlu olarak belirlenmesinin TTK m. 367 anlamında yönetimin devri anlamına gelmeyeceği ve bunun yalnızca işleri bizzat yapmak zorunda olmayan yönetim kuruluna yardım niteliğinde görülmesi gerektiği ifade edilmiştir<sup>703</sup>.

Anılan maddenin üçüncü fıkrasında ise yıllık ve ara dönem finansal raporlara, finansal tablo ve faaliyet raporları ile birlikte “finansal raporlamadan sorumlu yönetim kurulu üyeleri” ile “işletme genel müdürü veya finansal raporlamadan sorumlu yönetici”nin söz konusu fıkarda belirtilen türden açıklamaları içeren beyanlarının eklenmesi zorunlu tutulmuştur.

Sonuç itibarıyla, finansal raporların düzenlenmesi ve yayımı sorumluluğunun çerçevesi TTK ve SerPK ile belirlenmiştir. SPK’nın ilgili II-14.1 Tebliğinin hükümleri de yine bu kanunlara aykırı düşmediği ölçüde değerlendirmeye alınacaktır. Bu şekilde, finansal raporların yanlış, yanıltıcı yahut eksik olmasından dolayı şirket tüzel kişiliği dışındaki sorumlular belirlenecektir.

---

<sup>702</sup> Kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde ve yönetim kurulu tarafından oluşturulan denetim komitesinin işlevli olup olmadığı tartışmalıdır.

Bir taraftan denetim komitesinin finansal ve operasyonel faaliyetlerin sağlıklı bir şekilde gözetimini amaçladığı ancak bu komitedeki kişilerin yönetim kurulu üyeleri arasından seçilmesi ve vardığı sonuçlar ile tespit ve önerilerini sadece yönetim kuruluyla paylaşmaları dolayısıyla etkinliğinin zayıf olduğu düşüncesi ifade edilmiştir (**Tanör**, Denetim Mekanizmaları, s. 255, 259).

Öte yandan, denetim komitesinin şirket içi denetim ve gözetim mekanizmalarını yürütüp bağımsız denetimle koordinasyonun sağlanması, iç ve dış sorumluluk süreçlerinin işletilmesini daha sağlıklı hale getirme ve kamuya aktarılabilecek bilgilerin güvence altına alınması bağlamında kurumsal yönetim anlayışı bakımından öneminin çok yüksek olduğu da savunulmaktadır (**Altay, A. S.:** Anonim Ortaklıklar Hukukunda Denetim Komitesinin Hukuki İşlevleri, Batider 2009, C. 25, S. 4, s. 607-609, 613; **Demir, E.:** Sermaye Piyasası Kurulu’nun Anonim Şirketlerdeki Yönetim Kuruluna İlişkin Kurumsal Yönetim İlkeleri, 1. Baskı, İstanbul 2013, s. 140, 141).

<sup>703</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 206, 207. Yazar, aynı zamanda Kurumsal Yönetim İlkeleri m. 4.5.9’da kendisine finansal bilgilerin kamuya açıklanmasını gözetim yetkisi verilen denetimden sorumlu komitenin raporlama sorumlusu olmasının TTK m. 375’e aykırı olduğunu vurgulamıştır.



## V- ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARI

### 1- Kavramsal ve Yasal Çerçeve

Anonim şirketlerin sermaye piyasası araçlarını ihraç ettikleri dönemde kamunun aydınlatılması söz konusu olsa da bunların iç ilişkileri ve dış dünyayla gerçekleştirdiği etkileşim, kamuya paylaşılması zorunlu birtakım yeni işlem, eylem ve olguları ortaya çıkarmaktadır. Aynı şekilde, yıllık ya da ara dönemler için hazırlanan ve hazırlandığı dönemdeki durumun fotoğrafını ortaya koyan finansal raporlar da gelişmelerle birlikte bir süre sonra güncelliğini yitirebilmektedir<sup>704</sup>. Gelişmelerin ilgili şirket ve sermaye piyasası araçlarının değer ve fiyatlarına etkisinin kaçınılmaz olması, söz konusu hususların da sürekli olarak muhataplarla paylaşılması gerekliliğini doğurmaktadır. Bu gereklilik, şirketin ve sermaye piyasası araçlarının değerini ve fiyatını etkileyecek özel durumların da kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin kapsamına alınması sonucu doğurmuştur.

Özel durum açıklamalarının (*Ad-hoc Mitteilungen, current report*) kamuyu aydınlatma ilkesindeki yerine bakıldığında, kamuyu aydınlatmanın alt türleri bağlamında bir belirleme yapmak yararlı olabilir. Her şeyden önce özel durum açıklamalarının, ilgili düzenlemeler çerçevesinde yayımı *şekli*; belirli niteliklere sahip bilgiyi içermesi ise *maddi* kamuyu aydınlatma ile ilişkilidir. Kamuyu aydınlatmaya tabi şirketlerin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyecek olumlu ve olumsuz gelişmelerinin kamuya paylaşılması aynı zamanda yasal bir gerekliliğin ifasıdır. Bu sebeple özel durum açıklamaları da zorunlu kamuyu aydınlatma kapsamındadır. Söz konusu açıklamalar, ihraçta kamuyu aydınlatma kapsamında olmadığı için ikinci el piyasada kamuyu aydınlatmanın bir aracıdır. Bu bağlamda, özel durum açıklamaları, sürekli kamuyu aydınlatmanın kendi içindeki ayrımında belirli bir konuya bağlı (*episodic*) kamuyu aydınlatma kapsamındadır.

Özel durum açıklamalarının işlevleri, kamuyu aydınlatmanın yukarıda aktarılmış olan genel işlevleriyle örtüşmektedir. Özel durum açıklamaları kamuyu aydınlatma muhataplarına şirket hakkındaki gelişmelere vakıf olma ve bu sayede yatırım kararlarını alırken yahut sonradan gözden geçirirken söz konusu gelişmeleri sürekli olarak göz önünde bulundurma imkânı sunar. Bilgilerin doğru ve eksiksiz şekilde sunulduğu bir

---

<sup>704</sup> **Kabaalioglu**, 1988, s. 546; **Karayaçın**, Yeni Gelişmeler, s. 122; **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 133; **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 67; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 53; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 115.

piyasa da daha etkin, şeffaf ve güvenilir hale gelir<sup>705</sup>. Gelişmelerin kamuyla anında paylaşılması yatırımcıların bilgilendirilmiş şekilde karar almalarını temin etmesinin yanında sağlıklı fiyat oluşumunu da sağlar<sup>706</sup>. Muhataplarına zamanında ve doğru şekilde iletilen bilgi bütün yatırımcıların yatırım kararlarına etki edecek ve etkin sermaye piyasası teorisinde<sup>707</sup> de savunulduğu gibi bilgi sermaye piyasası araçlarının fiyatına doğrudan yansiyacaktır.

Özel durum açıklamalarının hukukumuzdaki yasal çerçevesini SerPK m. 15 oluşturmaktadır. Bu düzenlemenin birinci fıkrasında konunun özüne, ikinci fıkrasında ise SPK'nın bu konudaki usul ve esasları düzenleme yetkisine yer verilmiştir. Konu ile ilgili olarak SPK tarafından yürürlüğe konulan iki tebliğ bulunmaktadır Bunlar; “Özel Durumlar Tebliği (II-15.1)”<sup>708</sup> ve “Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği (II-15.2)”<sup>709</sup>dir. Ayrıca, SPK'nın II-15.1 Tebliği m. 27. çerçevesinde hazırladığı “Özel Durumlar Rehberi” de bu konudaki diğer bir hukuki kaynaktır<sup>710</sup>. Söz konusu Rehber, Kurul Kararı niteliğindedir<sup>711</sup>.

SerPK m. 15/1 hükmünde özel durum açıklamalarına ilişkin kamuyu aydınlatma zorunluluğu “*Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanır.*” şeklinde ifade edilirken özel durumlarla kastedilen hususların genel çerçevesi de çizilmiş olmaktadır<sup>712</sup>. Gerçekten, SerPK ile sayım yapılmaksızın tanıma giren hususların özel durum olarak kabulüyle açıklama konusu hususların kapsamı genişlemiştir<sup>713</sup>. Yukarıda belirtilen her iki tebliğde de özel durumlar,

---

<sup>705</sup> Özel durumların kamuya açıklanması zorunluluğunun söz konusu olmasının halka açık anonim şirketler ve borsa şirketleri için en önemli şeffaflık mekanizması olduğu görüşü hakkında bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, I, s. 321.

<sup>706</sup> **Richter**, s. 10.

<sup>707</sup> Etkin sermaye piyasası teorisi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Birinci Bölüm-II-“Kamuyu Aydınlatma İhtiyacı” ve Üçüncü Bölüm-I-2-B-“Etkin Sermaye Piyasası Teorisi”.

<sup>708</sup> RG. 23.01.2014, S. 28891.

<sup>709</sup> RG. 23.01.2014, S. 28891.

<sup>710</sup> Bkz. 27/06/2014 tarih, 2014/19 sayılı SPK Bülteni.

<sup>711</sup> Ayrıca bkz. **Yanlı, V.:** Özel Bilgilerin Kamuya Açıklanmasında “İşsel Bilgi” Kavramı, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2011, s. 260; **Akbulak**, s. 1832.

<sup>712</sup> Bu düzenleme ile özel durum açıklaması yapılacak kişilerin ve açıklama yapılacak konuların genişletildiği ve hukuki dayanağın güçlendirildiği hakkında bkz. **Manavgat**, HAAO, s. 211.

<sup>713</sup> SerPK m. 15'in kaynağını mülga Kanunun 16/A maddesi oluşturmaktadır. 2499 sayılı SerPK'nın ilk hâlinde mevcut olmayıp 1992 yılında yapılan değişiklik ile Kanuna eklenen bu düzenleme şu şekildedir:

“Kamunun aydınlatılmasında özel durumlar

MADDE 16/A – (Ek: 29/4/1992 tarihli ve 3794 sayılı Kanun md. 16 ile)

“Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek içsel ve sürekli bilgiler” olarak tanımlanmıştır (II-15.1 Tebliği m. 4/1.n; II-15.2 Tebliği m. 4/1.e). Görüldüğü üzere, özel durumlar belirtilen nitelikleri haiz olmak koşuluyla içsel ve sürekli bilgiler olmak üzere iki tür bilgiyi bünyesinde barındıran bir üst kavramdır.

Bunlardan içsel bilgi (*inside information*), “Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeleri” (II-15.1 Tebliği m. 4/1.e); sürekli bilgi ise “İçsel bilgi tanımı dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeleri” ifade etmektedir (II-15.1 Tebliği m. 4/1.p).

Hemen belirtelim ki, içsel bilginin belirlenmesi bilgi suistimali bağlamında da önem taşıyan bir konudur. Özel durum açıklamasını gerektirir hâllerin doğumunda ihraççı tarafından bilginin kamuya paylaşımının mümkün olan en kısa sürede yapılması zorunluluğunun temelinde, içerden öğrenenlerin ticaretinin (bilgi suistimalinin) engellenmesi amacı da yatmaktadır<sup>714</sup>. Bu suç, içsel bilgi kullanılarak menfaat temininden doğar. Kanunun 106. maddesinin birinci fıkrasında bu suçu işleyen kişiler belirlenirken yer verilen ifadede de içsel bilginin tanımı esas alınmıştır. Görüleceği üzere, Kanunun 15 ve 106. maddelerindeki ifadelerle Tebliğdeki tanım uyum içerisindedir.

---

*Halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında veya genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekalet istenmesinde veya ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren, hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapar.*

*Hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip ortakları, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurulun kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde Kurula ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdürler.”* Görüldüğü üzere, 2499 sayılı SerPK m. 16/A ile kamuya açıklanması gereken özel durumlar bir tanım çerçevesinde değil örnekleyici nitelikte sayma yoluyla ortaya konulmuştur.

Bu düzenleme ve mülga SerPK m. 22/1.e bendinin verdiği yetkiye dayanarak SPK’nın kamunun aydınlatılmasına yönelik olarak birtakım bilgilerin açıklanmasını zorunlu tutma yetkisi mevcuttu. Kurulun bu yetkisini kullandığı son düzenlemeler ise Seri:VIII No:54 sayılı “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile Seri:VIII No: 57 sayılı “İhraç Ettiği Sermaye Piyasası Araçları Bir Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıkların Özel Durumlarının Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” idi. Bu düzenlemeler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 133-141; **İhtiyar**, s. 176-179.

<sup>714</sup> **Veil**, s. 195.

Avrupa Birliği'nin ilgili düzenlemelerine bakıldığında, içsel bilgiler konusunda 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'nde yer alan hükümler bulunmaktadır. Bilgi suistimali suçuna ilişkin hükmün gerekçesinde yer alan açıklamalarda içsel bilginin tanımı açısından AB'nin ilgili düzenlemelerinin esas alındığı vurgulanmıştır<sup>715</sup>. II-15.1 Tebliğinde de Direktif'in izlerini görebilmek mümkündür.

## **2- Özel Durum Açıklamaları Yapmakla Yükümlü Tutulanlar**

Özel durum açıklaması yapmakla yükümlü anonim şirketlerin ve bu şirketler adına söz konusu açıklamaları yapma görev ve yetkisine sahip olanların belirlenmesi, bu açıklamaların hiç ya da gereği gibi yapılmaması durumlarında doğacak hukuki sorumluluk açısından önem taşımaktadır.

### **A- Özel Durum Açıklaması Yapma Yükümlülüğü Olan Şirketler**

SerPK m. 15'de sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin “ihraççılarca” veya “ilgili taraflarca” kamuya açıklanması öngörülmüştür. Bu düzenlemede “ihraççıların” esas alınması nedeniyle yalnızca halka açık anonim şirketlerin değil pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını ihraç eden şirketlerin de bu yükümlülük kapsamında olduğu sonucuna ulaşılır. “İlgili taraf” ile kastedilenlerin kimler olduğu konusunda ise Kanunda herhangi bir belirleme yapılmamıştır. Yukarıda belirtilen tebliğler incelendiğinde bu kavram, “*İhraççı dışında bu Tebliğ uyarınca açıklama yapmakla yükümlü diğer kişileri*” ifade eden üst bir kavram olarak kabul edilmiştir (II-15.1 Tebliği m. 4/1.h ; II-15.2 Tebliği m. 4/1.b).

Bu noktada, Tebliğlerin uygulama alanına değinmekte yarar vardır. Özel Durumlar Tebliği (II-15.1) kural olarak payları borsada işlem gören anonim şirketlere yöneliktir. Ancak, Tebliğin “Kapsam” kenar başlıklı 2. maddesinde bu düzenlemenin kapsamına alınan ve kapsamı dışında tutulan bazı istisnalara yer verilmiştir<sup>716</sup>. Bunların

<sup>715</sup> Bkz. SerPK Madde Gerekçeleri, m. 105.

<sup>716</sup> “(1) İşlem sırası geçici olarak kapatılmış olanlar ile halka açık ortaklık statüsünü kazanması sebebiyle payları borsa tarafından belirlenen platform, pazar veya piyasada işlem görenler dahil ihraççılar ve ilgili taraflar izahnamenin ya da ihraç belgesinin Kurulca onaylandığı tarihten itibaren bu Tebliğ hükümlerine tabidir.

(2) Pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını yurt içinde halka arz eden payları borsada işlem görmeyen ihraççılar, izahnamenin Kurulca onaylandığı tarihten ilgili sermaye piyasası aracının itfa tarihine kadar bu Tebliğ hükümlerine tabidir. İlave, tedavülde sermaye piyasası aracı bulunmayan ihraççılar, onaylı izahnamenin geçerlilik süresi boyunca bu Tebliğ hükümlerine tabidirler.

içerisinde özellikle pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını yurt içinde halka arz eden payları borsada işlem görmeyen ihraççıların izahnamenin SPK tarafından onaylandığı tarihten ilgili sermaye piyasası aracının itfa tarihine kadar bu Tebliğ hükümlerine tabi olmasına yönelik hüküm (m. 2/2) Tebliğin uygulama alanını oldukça genişletmektedir.

Söz konusu Tebliğle ilgili olarak, bu düzenlemede ortaya konulan “ihraççı” tanımında yatırım fonlarının zikredilmediği bir başka deyişle bunların özel durum açıklamaları yapma zorunluluğuna tabi olmadığı da göze çarpmaktadır (m. 4/1.ğ).

Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği (II-15.2) ise adından da anlaşılacağı üzere, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklardan kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında olanlara yöneliktir. Tebliğin adından anlaşılmayan husus ise bu Tebliğin uygulama alanının payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarla sınırlı olmasıdır (II-15.2 Tebliği m. 1).

Görülüyor ki, payları borsada işlem gören şirketlere ek olarak pay dışındaki sermaye piyasası ihraççıları da kapsamına aldığından uygulama alanı en geniş olan II-15.1 Tebliği’dir. II-15.2 Tebliği ise son derece sınırlı bir uygulama alanına sahiptir<sup>717</sup>.

---

*(3) Yurt içinde halka arz edilmeksizin sermaye piyasası aracı ihraç eden payları borsada işlem görmeyen ihraççılara, payları borsanın Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarında işlem gören ortaklıklara ve yurt içinde gerçekleştirilen kira sertifikası ihraçlarında fon kullanıcılarına bu Tebliğin ikinci ve üçüncü bölümleri uygulanmaz. Bu ihraççılar ile fon kullanıcılarının bu Tebliğin diğer bölümlerine ilişkin yükümlülükleri, izahnamenin veya ihraç belgesinin Kurulca onaylandığı tarihten ilgili sermaye piyasası aracının itfa tarihine kadar geçerlidir. İlaveten, fon kullanıcıları ile tedavülde sermaye piyasası aracı bulunmayan ihraççılar, bu Tebliğin ikinci ve üçüncü bölümleri hariç olmak üzere, onaylı izahname veya ihraç belgesinin geçerlilik süresi boyunca bu Tebliğ hükümlerine tabidirler.*

*(4) Yurt dışında sermaye piyasası aracı ihraç eden halka açık olmayan ortaklıklara bu Tebliğ hükümleri uygulanmaz.”*

<sup>717</sup> SPK verilerine göre payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirket sayısı 30.07.2020 itibarıyla 111’dir (<http://spk.gov.tr/SiteApps/EVeri>).

Hemen belirtelim ki, Türk kanun koyucusu halka açık anonim şirketlerden payları borsada işlem görmeyen şirketleri olabildiğince azaltma gayreti içerisinde. Kanun koyucu, 6102 sayılı TTK’nın gerekçesinde, halka açık anonim şirket kavramının payları borsada işlem görmeyen anonim şirketleri de içermesi dolayısıyla sorgulanması gereğini ortaya koymuş ancak bunun SerPK’nın konusuna girmesi dolayısıyla bir belirleme yapmaktan kaçınmıştır (TTK Genel Gerekçesi, par. 117). Bu irade yalnızca Kanunun bazı yerlerinde payları borsada işlem gören şirketleri esas alarak düzenleme yapmayla sınırlı olarak gösterilmiştir.

6362 sayılı SerPK ile halka açık anonim şirketlerin esas alınmasından vazgeçilmemiş ancak payları borsada işlem görmeyen anonim şirketlerin, halka açık anonim şirket statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmak zorunda oldukları; aksi takdirde SPK’nın bu payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için, ortaklığın talebini aramaksızın gerekli kararları alacağının hükme bağlanması bu yönelimi bir parça da olsa kuvvetlendirmiştir (SerPK m. 16/2).

Tebliğin içerik olarak kapsamı da uygulama alanına paralel şekilde dar tutulmuştur. Bu yüzden çalışmamızda esas düzenleme olan II-15.1 Tebliği esas alınacaktır.

## **B- Şirketlerin Özel Durum Açıklamalarını Yapma Yükümlülüğü Olan Kişiler**

İrdelenmesi gereken bir başka husus ise SerPK m. 15 ve söz konusu tebliğlerin kapsamında olan şirketlerin özel durum açıklamalarını yapmakla görevli ve yetkili kişilerdir. Bu belirleme, özel durum açıklamalarından doğacak hukuki sorumluluğa da etki edecektir.

Şirket içinde konu ile kimin ya da kimlerin görevli ve yetkili olduğu konusunda referans alınabilecek bir düzenleme Tebliğin m. 24/4. fıkrasında yer almaktadır. Buna göre *“Kamuyu aydınlatma uygulamalarının etkin bir şekilde yerine getirilmesi için gerekli prosedürler ihraççının yönetim kurulu tarafından belirlenir.”* şeklindeki hükümdür. Bu düzenlemeyle, esas itibarıyla açıklamanın yapılması eylemine yönelik somut belirlemeden ziyade sürecin şirket içinde ne şekilde yürütüleceğine dair planlama kastedilmektedir. Ancak, planlama yetkisine sahip olan yönetim kurulu, şirketin yönetim ve temsiliyle yetkili ve görevli organ olarak açıklamanın yapılması yetkisine de sahiptir. Zaten bu türden bir işin, yönetim kurulunun idare ve temsil fonksiyonuna dahil olduğuna da şüphe yoktur.

Bu noktada, hukuki sorumluluk açısından, özel durum açıklamalarına yönelik zorunluluğun ifasının, devredilemez bir görev ve yetki olup olmadığı da belirlenmelidir. Kanaatimizce, Tebliğin 24/4. fıkrası, yönetim kuruluna, gerekli prosedürlerin belirlenmesi konusunda verdiği yetki ile devredilemez ve vazgeçilemez bir planlama görevi yüklemiştir. Dolayısıyla konuyla ilgili olarak yönetim kurulunun sorumluluğu bu bağlamda tayin edilmelidir. Ancak, özel durum açıklamasının yapılması konusundaki yetkiyi devredilemez ve vazgeçilemez nitelikte görmeyi sağlayacak bir hüküm ne TTK m. 375’de ne de Kanunun başka bir düzenlemesinde bulunmaktadır.

Daha önce ifade edildiği üzere, SPK, Tebliğ düzenlemesi çerçevesinde özel durum açıklamasını gerektirir konuların ihraççılar veya ilgili taraflarca kamuya açıklanmasını zorunlu tutmuştur. Şu hâlde, “ilgili taraflar”ın kimler olduğunun da saptanması gerekir. Tebliğde ilgili tarafların *“İhraççı dışında bu Tebliğ uyarınca açıklama yapmakla yükümlü diğer kişileri”* ifade ettiği ortaya konulmuştur (m. 4/1.h). Özel durum açıklamalarının yapılmasından hukuken sorumlu kişilerin belirlenebilmesi için bu kişilerin kimlerden oluştuğunun belirlenmesi zorunludur.

İlk olarak belirtelim ki, içsel bilgilere erişimi olan ve Tebliğin 7. maddesinde belirtilen kişilerin tamamının aynı zamanda açıklama yapmakla yükümlü tutuldukları gibi bir sonuca varılmamalıdır.

Tebliğin bütünü incelendiğinde, ihraççının tüzel kişiliği adına yapılan bildirimlerin dışında “ilgili taraf” sıfatıyla yapılan açıklamalar hakkındaki 5. maddesinin ikinci fıkrasındaki düzenleme ile “idari sorumluluğu bulunan kişiler”e yönelik hükümlerin bulunduğu görülmektedir.

Söz konusu 5. maddenin ikinci fıkrasına göre “*İçsel bilgilerin, ihraççıların bilgisi dışında, ihraççıların doğrudan veya dolaylı olarak toplam oy haklarında veya sermayesinde %10 veya daha fazla paya veya söz konusu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üyesi seçme veya aday gösterme hakkı veren imtiyazlı payların %10 veya daha fazlasına sahip kişiler tarafından öğrenilmesi durumunda, ilgili kişiler tarafından söz konusu içsel bilgilere ilişkin kamuya açıklama yapılır*”. Ancak ilgililerin bilgileri gizli tutma yükümlülüğünün bulunduğu hâllerde bu kişilerin açıklama yapma zorunlulukları yoktur (m. 5/4).

İdari sorumluluk atfedilen kişiler ise Tebliğin 4/1.f bendinde “(1) *İhraççının yönetim kurulu üyeleri, (2) Yönetim kurulu üyesi olmadığı halde, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak düzenli bir şekilde erişen ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi olan kişiler*” olarak belirlenmiştir. Tebliğin 11. maddesinde bu kişilerle birlikte sorumluluk yüklenen “idari sorumluluğu bulunan kişi ile yakından ilişkili kişiler” aynı maddenin bu bendi izleyen (g) bendinde belirlenmiştir<sup>718</sup>.

Anılan 11. maddeye bakıldığında, idari sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakından ilişkili kişiler ile ihraççının gerçek ya da tüzel kişi ana ortağı tarafından sermayeyi temsil eden paylar ve bu paylara dayalı diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak gerçekleştirilen tüm işlemlerin, işlemi yapan tarafından kamuya açıklanacağını öngörüldüğü göze çarpmaktadır. Yalnız, söz konusu maddenin 250.000-TL’ye kadar olan işlemlerin açıklanmasının gerekmediğine yönelik ikinci fıkrası saklı

---

<sup>718</sup> “(1) *İdari sorumluluğu bulunan kişinin eşini, çocuklarını ve idari sorumluluğu bulunan kişi ile söz konusu işlemin gerçekleştirildiği dönemde aynı evde ikamet eden kişileri, (2) İdari sorumluluğu bulunan kişiler veya (1) numaralı alt bentte belirtilen kişiler tarafından idari sorumlulukları üstlenilen veya doğrudan ya da dolaylı olarak bu kişiler tarafından kontrol edilen veya bu kişiler yararına kurulmuş olan veya ekonomik çıkarları esas olarak bu kişilerin ekonomik çıkarları ile aynı olan tüzel kişi, kurum veya ortaklıkları, (3) Sermaye piyasası aracı bir borsada işlem gören ihraççının Kurul düzenlemelerine göre hazırlanmış son yıllık finansal durum tablosundaki aktif toplamının %10 veya daha fazlasını oluşturan bağlı ortaklıklarının; (f) bendi ile bu bendin birinci ve ikinci alt bentlerinde belirtilen kişiler*”.

tutulmuştur. Anılan miktarın üstünde gerçekleştirilen işlemlerin ise tamamının kamuya açıklanması zorunludur (m. 11/4).

### **3- Özel Durum Açıklamalarına Konu Bilgiler**

Hukukumuzda özel durum açıklamaları temelde içsel bilgiler ve sürekli bilgiler olmak üzere iki tür bilginin paylaşımı anlamını taşımaktadır. Bunların nelerden oluştuğunun belirlenmesi kavramın iinin doldurulması adına zorunludur.

#### **A- İçsel Bilgiler**

##### **a- İçsel Bilgi Kavramı ve Unsurları**

##### **aa- Türk Hukukundaki Düzenlemeler**

Özel durum açıklamasına konu olabilecek içsel bilginin kavramsal çerçevesi SerPK’da (m. 15/1 ve 106) ve ilgili II-15.1 Tebliğinde (m. 4/1.e) belirlenmiştir. Anılan düzenlemelerde ortaya konulan husus olan “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler*” ifadesi, yalın ve soyut bir belirlemedir.

Dikkat edilecek olursa, şirkete ilişkin her türlü bilgi değil yalnızca belirli nitelikte bilgiler “içsel bilgi” olarak kabul edilmektedir<sup>719</sup>. Bunun için;

- Sermaye piyasası aracının değerini veya
- Sermaye piyasası aracının fiyatını ya da
- Yatırımcıların yatırım kararlarını

etkileme olmak üzere üç ana kriter ortaya konulmuştur. Elbette bir bilginin bu üç kriterden herhangi birini sağlayıp sağlamadığına karar verilmesi belli ölçüde subjektif bir değerlendirmeyi kaçınılmaz hale getirmektedir.

Bu değerlendirmenin arz ettiği zorluk, şirketlerin herhangi bir kötüniyet olmaksızın dahi yanlış değerlendirme sonucu birtakım bilgileri eksik ya da fazla açıklamalarına yol açabilir. Bunların her ikisi de kamuyu aydınlatma ilkesi açısından istenmeyen ve hukuki sorumluluk doğurabilecek durumlardır. Bu sebeple konuyla ilgili olabildiğince objektifleştirilmiş esasların belirlenmesi zorunludur:

(aa) Kanun koyucu birtakım düzenlemelerinde özel durum açıklaması niteliğinde olduğu açıkça belirtilsin ya da belirtilmesin bazı hususların açıklanmasını emretmektedir.

---

<sup>719</sup> *Manavgat*’a göre, bu düzenlemeler ile “önemli” nitelikteki bilgilerin açıklanması öngörülmüştür. “Önemlilik” ise “...*şirketin sermaye piyasası araçlarının değerini fiyatını veya yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek...*” nitelikte olma ile kast edilen husustur (**Manavgat**, HAAO, s. 214).



SerPK m. 17/3. fıkrasına göre, halka açık ortaklıkların, ilişkili tarafları ile gerçekleştirecekleri Kurulca belirlenecek nitelikteki işlemlere başlamadan önce almaları zorunlu yönetim kurulu kararlarında bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun söz konusu işlemi onaylamaması hâlinde, bu durumun işleme ilişkin yeterli bilgiyi içerecek şekilde kamuyu aydınlatma düzenlemeleri çerçevesinde kamuya duyurulması da açıklanması kanunlarda öngörülen içsel bilgilere örnek olarak gösterilebilir<sup>720</sup>.

Bu türden hususlar yalnızca SerPK’da yer almamaktadır. TTK m. 338/2 uyarınca, şirket pay sahibi sayısının bire düşmesi durumunda, bu sonucu doğuran işlemin tarihinden itibaren yedi gün içinde yönetim kuruluna yazılı olarak bildirilmesi sonrasında yönetim kurulu bildirimi aldığı tarihten itibaren yedi gün içinde, şirketin tek pay sahipli bir anonim şirket olduğunu tescil ve ilân ettirmesi gerekir. Bu husus kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde aranmış bir gerekliliktir<sup>721</sup>. Keza TTK m. 353’e göre şirketin feshi davası açıldığında davanın açıldığı ve kesinleşmiş olan mahkeme kararı, mahkemenin bildirimi üzerine, derhâl ve resen ticaret siciline tescil ve TTSG’de ilân olunmasının yanında yönetim kurulunun, tescil ve ilânı yapılan hususu şirketin internet sitesine koyması emredilmiştir (TTK m. 353/5). Kanun koyucu, burada da içsel bilgi niteliğinde bir hususun bildirimini zorunlu tutmuştur.

(bb) SerPK m. 16 ve 106 ile yasal çerçevesi belirlenen özel durum açıklamalarına konu olacak içsel bilgilerin SPK’nın düzenleyici işlemleri ile somutlaştırılmaya çalışıldığı anlaşılmaktadır. Elbette bu tercihte özel durum açıklamasına konu edilecek içsel bilgilerin tamamının kanunlarla düzenlenebilmesinin mümkün olmaması göz önüne alınmıştır.

SPK’nın değişik tebliğ ve ilke kararlarında düzenleme alanıyla ilgili açıklanması özel olarak öngörülen birtakım hususlar mevcuttur. Sermayenin kaybı ve borca batıklık hâllerinde yapılması gerekenlere ilişkin 10.04.2014 tarih ve 2014/11 sayılı Bülten’de yayımlanan SPK İlke Kararı<sup>722</sup>, “Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)”nin<sup>723</sup> 8. maddesi, Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği (II-18.1)”nin<sup>724</sup> 12 ve 13. maddeleri, “Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği (II-23.1)”nin<sup>725</sup> 5.

---

<sup>720</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 228, 229.

<sup>721</sup> **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, I, s. 350; **Şehirli Çelik (Kırca/Manavgat)**, s. 208.

<sup>722</sup> Bkz. <http://spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2014&no=11>.

<sup>723</sup> RG. 28.12.2013, S. 28865.

<sup>724</sup> RG. 25.12.2013, S. 28862.

<sup>725</sup> RG. 24.12.2013, S. 28861.

maddesinin üçüncü fıkrası ile “Geri Alınan Paylar Tebliği (II-22.1)”nin<sup>726</sup> 12 ve 13. maddeleri bunlara örnek olarak gösterilebilir<sup>727</sup>.

Ayrıca, SPK’nın “Özel Durumlar Rehberi”, özel durum açıklamasına konu olacak içsel bilgilerin belirlenmesi ihtiyacını gidermeye yönelik bir düzenlemedir. Bu düzenlemede yalnızca açıklama yükümlülüğüne tabi içsel bilgiler değil aynı zamanda konunun yeri geldikçe değinilecek birçok değişik boyutu hakkında açıklama getirilmiştir. Bu yönüyle içsel bilgilerin açıklanmasından doğacak hukuki sorumluluğun şartlarının mevcut olup olmadığının belirlenmesinde dikkate alınacak önemli bir bilgi kaynağıdır.

İçsel bilginin belirlenmesi ile ilgili olarak ise içsel bilginin anlamı (Başlık 2) ve bu tür bilgilerin niteliklerinin belirli olmasının ne anlama geldiği (Başlık 2, 2.1), yukarıda ifade edilen üç ana kriterden herhangi birinin söz konusu olup olmadığının ne şekilde değerlendirileceği (Başlık 2.3), bilginin somutlaşıp somutlaşmadığının rasyonel bir yatırımcı gözüyle değerlendirilmesi gerekliliği (Başlık 2.4), haber ve söylentilerin doğrulanmasının gerekip gerekmediğinin nasıl belirleneceği (Başlık 2.5), ihraççı veya sermaye piyasası aracı üzerinde dolaylı olarak etkili olabilecek piyasa verileri ve bilgileri (Başlık 2.6), kamuya açıklanmış bilgiler üzerinde yapılan analiz ve değerlendirmelerin içsel bilgi niteliğinde sayılamayacağı (Başlık 2.7) konuları üzerinde durularak kavramsal çerçeve net bir şekilde ortaya konulmaya çalışılmıştır. Nihayet, Rehberde açıklama yükümlülüğüne tabi içsel bilgiler onbir ayrı alt kategoriye ayrılarak sayılmıştır (Başlık 5). Hemen belirtelim ki, bu hâller örnek niteliğindedir<sup>728</sup>.

İçsel bilgiler daha önce açıklanan içsel bilgilerdeki değişiklikleri de kapsamaktadır<sup>729</sup>. Bu husus Tebliğin m. 23/7. fıkrasında “*önceden yapılmış olan özel durum açıklamalarında meydana gelen gelişmeler ve değişiklikler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulur.*” şeklinde açıkça ifade edilmiştir. Değişiklik, daha önce duyurulan fakat sürmekte olan bir halin sona ermesi yahut sona ermemekle birlikte değişikliğe uğraması şeklinde olabilir. Kurulun finansal tablolara ilişkin düzenlemelerinde yer alan tanımlar çerçevesinde ihraççının ana ortaklığı ve bağlı ortaklıklarının faaliyetlerinde, finansal yapılarında ve yönetim/sermaye ilişkilerinde bir değişikliğin ortaya çıkması ile bu değişikliğin ihraççının faaliyetlerinde, finansal ve

---

<sup>726</sup> RG. 03.01.2014, S. 28871.

<sup>727</sup> Bu düzenlemelerde açıklanması öngörülen hususlar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Keskin**, s. 90-107.

Şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin geri alım programının kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olduğu hakkında bkz. **Manavgat**, HAAO, s. 532.

<sup>728</sup> Önceki Rehberde sayılan hallere ilişkin aynı yöndeki görüş için bkz. **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 264.

<sup>729</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 216.

yönetim/sermaye yapısında önemli bir değişiklik meydana getirmesi durumunda; ihraççı tarafından bu madde hükümleri çerçevesinde kamuya açıklama yapılır (II-15.1 Tebliği m. 5/5).

Hangi bilgilerin bu kapsamda açıklanmasının zorunlu olduğunun belirlenmesindeki zorluk, özel durum açıklamaları ile ilgili sorunlu bir nokta olarak gösterilmektedir<sup>730</sup>. Gerçekten, nelerin açıklanması gerektiğine yönelik hukuki belirlemelerin yapılabilmesi kolay değildir. İlgili hukuki düzenlemelerde her somut olayın zikredilmesi mümkün ve doğru değildir. Bu yüzden hukuk düzenimizde de açıkça zikredilen birtakım özel durumlar ve düzenlemelerde açıkça sayılmamakla birlikte sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileme gücüne sahip olduğu için açıklanması gereken hâller şeklinde bir ayırım yapılmıştır. Bu konudaki değerlendirmede sorumluluk şirket ve şirketin bu yöndeki karar organı olarak hareket eden kişi ya da kişiler üzerindedir<sup>731</sup>.

Önemle vurgulayalım ki, bu husustaki belirsizliklerin azaltılmasında bütün ilgililerin çıkarı vardır. Zira şirketlerin sorumluluk korkusuyla önemsiz hususları açıklama eğilimlerinin artması, hem şirket kaynaklarının gereğinden fazla bu konuya ayrılması hem de piyasada bilgi kirliliği yaratma tehlikesini içinde barındıracaktır<sup>732</sup>. Diğer taraftan, açıklanması gereken birtakım hususların açıklanmaması da şirketin ve ilgili diğer kişi ya da kişilerin hukuki sorumluluğunu gündeme getirecektir.

#### **bb- AB'nin Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'nde Yer Alan Düzenlemeler ve Türk Hukukuna Etkisi**

Bir bilginin özel durum açıklamasına konu edilmesi gereken içsel bilgi olup olmadığının belirlenmesinde kavramsal özün doğru tespiti, ilgili AB düzenlemelerinin incelenmesi ile mümkün olur. İlgili düzenleme ise daha önce de belirtildiği gibi AB'nin 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'dür. Zira içsel bilgiler, piyasa bozucu eylemlere ilişkin sistemin ana unsurunu oluşturmaktadır<sup>733</sup>. İçsel bilgilerin, Tüzüğün 7. maddesinde düzenlenen esaslar çerçevesinde belirlenmesi öngörülmüştür. Anılan maddede içsel bilgi sayılabilecek türden bilgilere yer verilmiştir.

İçsel bilgi olarak görülen ana kategori ise bir ya da birden fazla ihraççı ya da finansal araca yönelik, henüz doğrudan ya da dolaylı olarak kamuya açıklanmamış bilgi

<sup>730</sup> **Davies**, Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections, s. 302.

<sup>731</sup> **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 264.

<sup>732</sup> **Davies**, Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections, s. 302.

<sup>733</sup> **Veil**, s. 194.

ile kamuya açıklandığında söz konusu finansal araçların ya da bu finansal araçlarla ilgili türev araçların fiyatını önemli ölçüde etkileyecek nitelikteki kesin bilgilerdir (m. 7/1.a). İçsel bilgi türü olarak ifade edilen diğer tür bilgilerle kastedilen ise emtiya dayalı türev araçlar, ihraç izinleri, açık artırmayla satılan ürünler ve finansal araçlarla ilgili emirlerin yerine getirilmesiyle yetkilendirilen kişilerle ilgili yukarıda bahsedilen türden bilgilerdir (m. 7/1.b,c,d).

Tüzükten içsel bilgilerin taşınması gerekli özellikler tespit edilmek istenirse, bilginin;

- (aa) şirket ya da finansal araçlarla ilgili olması,
- (bb) kesinlik arz etmesi,
- (cc) doğrudan ya da dolaylı olarak kamuya açıklanmamış olması,
- (dd) fiyata etkili olması

karşımıza çıkar.

(aa) İlk olarak bilginin şirketin ya da finansal araçlarının hakkında olması aranmaktadır. AB düzenlemelerinde esas alınan “finansal araç” kavramı menkul kıymetleri de içine alan üst bir kavramdır. Bu kavrama ilişkin olarak 2014/65/EU sayılı Finansal Araç Piyasaları Direktifi’nin (*Markets in Financial Instruments Directive*)<sup>734</sup> 4/1.15 hükmüne yollamada bulunduğu görülmektedir (Tüzük m. 3.1.1). MiFID II olarak da anılan bu Direktif’in söz konusu 4/1.15 hükmü ise aynı düzenlemenin EK-1 sayılı listesinde yer alan C bölümünde sayılan hususların finansal araç niteliğinde olduğunu düzenlemiştir. Tüzüğün bu bağlamda belirlenecek olan finansal araçlara ek olarak yukarıda belirlenen 7. madde çerçevesinde bir parça genişletildiği görülmektedir. Ekleyelim ki, içsel bilgiler, ihraççı şirkete ilişkin olan hususlarla ilgili olabileceği gibi doğrudan şirketin finansal araçlarıyla da ilgili olabilir<sup>735</sup>. Hukukumuzda bu yönde bir kabulün önüne geçecek bir düzenleme bulunmamaktadır.

(bb) Bilginin kesin nitelikte olması (*precise nature*), içsel bilginin bir diğer temel özelliğidir. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde muhatapların tam ve doğru bilgiye

---

<sup>734</sup> “Directive 2014/65/EU of The European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU” (OJ. 12.06.2014, L. 173/349).

<sup>735</sup> *Ipourgos Ikononikon and Proistamenos DOY Amfissas v. Charilaos Georgakis* kararına konu olayda *Georgakis* ve ailesindeki diğer bazı kişiler iki Borsa şirketinin hâkim ortaklarıdır. Finansal danışmanlarının önerisiyle bu kişiler şirketlerinden birinin değer kaybı yaşadığı bir süreçte bu kaybın artmaması için iki şirket arasında alım-satım işlemleri yapmıştır. Bu şekilde işlemler yapılmasına yönelik olarak alınan ve kamuya paylaşılmayan bu kararın diğer şirket açısından doğrudan menkul kıymetle ilgili bir içsel bilgi niteliğinde olduğu kabul edilmiştir (CJEU 10.05.2007, Case C-391/04). Ayrıca bkz. **Veil**, s. 201, 202.

ulaşması arzu edildiğinden özel durum açıklamalarına konu edilecek içsel bilgilerin de bu çerçevede bir gerçekliğin ifadesi olması gerekir. Yalnız, kesinlik ile ilgili olmak üzere vurgulanması gereken bir diğer husus, yalnızca mevcut durumun değil aynı zamanda gerçekleşmesi makul şekilde beklenebilen hususların da içsel bilgiye vücut vereceğinin düzenlenmesidir (m. 7/2). Şu hâlde, bu türden bilgilerin de açıklamaya konu edilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde eksiklik dolayısıyla hukuki sorumluluk doğacaktır.

Hukumumuzda da, Tebliğin 6. maddesi saklı kalmak üzere, henüz kesinleşmemiş bir olay veya koşullar nedeniyle hâlâ belirsiz olan özel durumların bu belirsizlik ifade edilmek suretiyle kamuya açıklanacağı; söz konusu açıklamada belirsizliklerin çözüme kavuşması için öngörülen tarih ve gereken koşullara da yer verileceği düzenlenmiştir. Ayrıca, öngörülen tarihte belirsizliklerin çözüme kavuşup kavuşmadığı hakkında kamuya açıklama yapılması gerekmektedir (II-15.1 Tebliği m. 24/2).

(cc) Bilgi, doğrudan ya da dolaylı olarak kamuya açıklanmamış olduğu ölçüde içsel bilgidir. İçsel bilgi kamuya paylaşıldıktan sonra “kamuya açıklanmış bilgi” haline gelir. Yalnız, bilginin kamuya açıklanmış olup olmadığının belirlenmesinde ilgili düzenlemelerde öngörüldüğü şekilde açıklanıp açıklanmadığı esas alınır<sup>736</sup>.

(dd) Bilginin fiyata etkili olması (*price-sensitive information*) ise kamuya açıklanma durumunda şirketin finansal araçlarının fiyatında önemli nitelikte bir etki doğurabilme ihtimalinin olması anlamına gelir. Tüzükte fiyata her türlü etki yeterli görülmemiş, etkinin önemli olması (*significant effect*) şartı aranmıştır. Esasen AB yasa koyucusunun ana hedefi de, yatırımcıların en kısa sürede ve içerden öğrenenlerin ticaretine engel olacak şekilde fiyata önemli ölçüde etki edecek bilgiye ulaşabilmesini sağlamaktır<sup>737</sup>.

Son olarak altı çizilmelidir ki, içsel bilgilerin özel durum açıklamasına konu edilmesinin gerekip gerekmediği konusu tamamen şirketin veya ilgili kişilerin takdirine bırakılmış bir belirleme değildir. Bu konudaki karar, ilgililerin sorumluluğunu doğurur. Açıklama yapılması gereken bir husus bulunduğu hâlde açıklama yapılması gerekmediğinin düşünülmesi yahut açıklamanın gereken kapsamda yapılmaması gibi sebeplerle eksik ya da yanıltıcı bilgi dolayısıyla sorumluluk doğacaktır.

---

<sup>736</sup> Yanlı, İçsel Bilgi, s. 263.

<sup>737</sup> Veil, s. 195.

## **b- İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler**

İçsel bilgilere erişimi olan kişiler II-15.1 Tebliğinin 7. maddesinde düzenlenmiştir. Anılan maddenin birinci fıkrasına göre “İhraççılar tarafından, iş akdi ile veya başka bir şekilde kendilerine bağlı olarak çalışan ve içsel bilgilere düzenli erişimi olan kişiler MKK’ya bildirilir ve bu bilgilerde değişiklik olduğunda en geç iki iş günü içinde gerekli güncellemeler yapılır. Bu bildirimler üzerine, ihraççılar bazında içsel bilgilere erişimi olan kişiler listesi MKK tarafından saklanır ve talep üzerine Kurula ve ilgili borsaya gönderilir”. Aynı maddenin ikinci fıkrasında idari sorumluluğu bulunan kişilerin, bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde aynı zamanda içsel bilgilere erişimi olan kişiler olduklarının varsayıldığı, üçüncü fıkrada ise söz konusu bilgilere erişimi olan kişilere ilişkin bildirimde yer verilmesi gereken bilgiler düzenlenmiştir. Bir kişinin listede olma sebebinde bir değişiklik olduğunda, listeye yeni bir kişi eklemek gerektiğinde yahut listede olan bir kişinin içsel bilgilere erişimi kalktığında listenin güncellenmesi gerekmektedir (m. 7/4). Son olarak ihraççıların, içsel bilgilere erişimi olan kişilerin bu bilgilerle ilgili olarak Kanun ve ilgili mevzuatta yer alan yükümlülüklerinden ve bu bilgilerin kötüye kullanımı ile ilgili yaptırımlardan haberdar olmasını sağlamakla yükümlü oldukları ve buna ilişkin ispat yükümlülüğünün ihraççının üzerinde olduğu hükme bağlanmıştır.

İçsel bilgilere erişimi olan kişilere ilişkin listeler (*insider lists*) Tüzükte 18. maddede düzenleme bulmuştur. II-15.1 Tebliği’nin söz konusu düzenlemesi, Tüzüğün 18. maddesine büyük ölçüde uyumludur. Yalnızca, ihraççıların ya da onların adına hareket eden kişilerin söz konusu listeyi beş yıl boyunca saklamakla yükümlü olduklarına ilişkin kural (Tüzük m. 18.5) ile küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin bu yükümlülükten kural olarak muaf tutulmaları ve yalnızca yetkili otoritenin talebi üzerine listeyi sunma yükümlülüğü altında bulunmalarına yönelik istisnaya II-15.1 Tebliği’nde yer verilmemiştir.

Tüzüğün bir anlamda gerekçesini oluşturan giriş kısmındaki açıklamalar (*Recital, Rc.*) bu zorunluluğun hangi işlevi yerine getirmek üzere öngörüldüğünü anlaşılmasını sağlayıcı niteliktedir. Burada listenin muhtemel piyasa bozucu eylemlerin önceden tespiti açısından önemli bir hukuki araç olduğu vurgulandıktan sonra bu listenin içerdiği bilgiler konusunda ulusal hukuk düzenlerindeki farklılıkların ihraççılar açısından gereksiz bir bürokrasi yarattığından hareketle yeknesak bir düzen oluşturulması gerektiği belirtilmiştir. Ayrıca küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin bu listenin sürekli olarak güncellenmesinin getireceği yük altına girmemeleri için muaf tutuldukları ancak bunların da yetkili otoritenin talebi üzerine listeyi hazırlamaları ve teslim etmeleri öngörülerek bu

şirketler açısından işlem maliyetlerinin düşürüldüğü zikredilmiştir (Rc. par. 56). Liste uygulamasının piyasa bütünlüğünün korunmasında etkili bir önlem olduğu da belirtilmiştir. Keza bu listenin ihraççıların ve ilgili kişilerin içsel bilgi akışını kontrol edebilmeleri ve gizlilikle ilgili görevlerini yerine getirebilmelerine de yardımcı olduğu yine gerekçede ifadesini bulmuştur (Rc. par. 57).

### **c- Olağan Dışı Fiyat ve Miktar Hareketleri**

II-15.1 Tebliğinde “*İhraççılar, sermaye piyasası araçlarının fiyatları veya işlem hacimlerinde olağan piyasa koşullarıyla açıklanamayan değişimler olduğunda ilgili borsanın talebi üzerine kamuya açıklama yapmak zorundadır.*” hükmüne yer verilmiştir (m. 8).

Olağan dışı fiyat hareketi, borsa endeksiyle ve şirketin dahil olduğu sektör endeksiyle uyumlu olmayan fiyat değişimleri olarak açıklanmaktadır<sup>738</sup>. Olağan dışı miktar hareketi ise ilgili sermaye piyasası aracının ortalama işlem hacimlerinden önemli ölçüde farklılığın söz konusu olmasıdır.

Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü’nün m. 11/1.b bendinde de öngörülen bu durumun özellik arz eden yönü, yeni bir içsel bilgi söz konusu olmasa bile gerçekleşen bu fiyat ve miktar hareketliliğine dair açıklama yapma yükümlülüğünün doğmasıdır. Olağan dışı fiyat ve miktar hareketlerinin açıklanması öngörülerek bir anlamda bu vakıa tek başına dahi bir özel durum olarak kabul edilmiş olunmaktadır. Böylece yapılması öngörülen özel durum açıklaması ile olağan dışı durumun sebeplerini tespiti yardımcı olacak bilgi üretimi sağlanabilir. Bununla birlikte, söz konusu farkındalık ile muhtemel bilgi suistimallerinin önüne geçilmesi ve eğer bu suç gerçekleşmişse ilgililerin yaptırıma tabi tutulması mümkün olmaktadır.

### **d- Haber ve Söylentiler**

Anonim şirketlerin bir kısmı büyüklükleri ve ülke ekonomisinde tuttıkları yer ile göz önündedir. Bunlar içerisinde özellikle de halka açık anonim ortaklıklar hakkında yazılı ve görsel medya aracılığıyla zaman zaman değişik haberlere yer verilebilmektedir. Söz konusu haberlerin bir kısmı doğru bir kısmı yanlış olsa da, aydınlatılmasında yarar olan birtakım durumlar olabilmektedir. Böylece şirket hakkında bir içsel bilgi söz konusu olmasa bile belirli durumlarda şirketi açıklama yapmaya sevk eden bir diğer hâl olarak şirket ve/veya sermaye piyasası araçları hakkındaki haber ve söylentiler karşımıza çıkar.

---

<sup>738</sup> Manavgat, HAAO, s. 218.

İhraççıların, basın-yayın organlarında veya internet sitelerinde hakkında çıkan haber ve söylentilerin takip etmeleri gerekmektedir. Buna ve hakkında çıkan haberlere ilişkin açıklamaların yapılma esaslarının şirketin bilgilendirme politikası aracılığıyla ilânı şarttır (II-15.1 Tebliği m. 17/1.b).

Konuyla ilgili temel soru işareti, şirketin kendisi ve/veya sermaye piyasası araçları hakkında çıkan söylentilere cevap verme yükümlülüğünün mevcut olup olmadığıdır. TTK ve SerPK’da herhangi bir cevaba bağlanmamış bu soru SPK tarafından yanıtlanmıştır. Kurulun II-15.1 Tebliğinin 9. maddesi haber ve söylentilerin doğrulanmasının gerekip gerekmediğine ilişkindir. Anılan maddenin birinci fıkrasında konuya ilişkin genel kurala şu şekilde yer verilmiştir: *“İhraççılar hakkında sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek öneme sahip, basın-yayın organları veya diğer iletişim yollarıyla ilk kez kamuya duyurulan veya daha önce kamuya duyurulmuş bilgilerden farklı içerikteki haber veya söylentilerin varlığı halinde; bunların doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda, bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde ihraççılar tarafından kamuya açıklama yapılması zorunludur. Söz konusu yükümlülük, Kurul veya ilgili borsa tarafından herhangi bir uyarı, bildirim veya talep beklenmeksizin yerine getirilir.”*

Söz konusu haber veya söylentilerin aşağıda ayrıca incelenecek<sup>739</sup> kamuya açıklanması ertelenen bilgilere ilişkin olması durumunda, ertelemeye ilişkin sebeplerin ortadan kalktığı kabul edilmektedir. Bu durumda ihraççı tarafından kamuya açıklama yapılması zorunluluğu doğar (II-15.1 Tebliği m. 9/2).

Buna karşın, her türlü haber ve söylentiye yanıt vermenin olanaksızlığı karşısında daha önceden kamuya açıklanmış bilgilere dayanılarak ihraççı hakkında yapılan yorum, analiz, değerlendirme ve tahminler yükümlülüğün dışında tutulmuştur (II-15.1 Tebliği m. 9/3; Rehber Başlık 2.7).

Önemle belirtelim ki, SPK’nın Özel Durumlar Rehberi’nde ortaya koyduğu esaslara göre, bir haber içsel bilgi tanımına girecek nitelikte değilse ihraççı tarafından hiçbir açıklama yapılması zorunluluğu yoktur. Ayrıca, haberin yapıldığı basın-yayın organının tirajının ve bilinirliğinin de dikkate alınması gerektiği vurgulanmıştır (Rehber Başlık 2.5).

---

<sup>739</sup> Bkz. İkinci Bölüm-V-6-B-“Açıklamanın Ertelenmesi”.



## e- Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler

Bilindiği üzere, kamuyu aydınlatma ilkesi, geçmişteki faaliyetlerden üretilen bilgilerin anlık fotoğrafının yansıtılmasının sınırlarını aşan bir ilke haline gelmiştir. Bu durum, birinci el piyasada izahnamede olduğu gibi ikinci el piyasada da özel durum açıklamaları ile şirketin ve sermaye piyasası araçlarının geleceğine ışık tutan birtakım bilgilerin paylaşımını beraberinde getirmektedir.

İlk olarak belirtelim ki, geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin esaslar bu konuda verilen ya da verilmeyen bilgilerin hukuki sorumluluk doğurup doğurmayacağına etki eder<sup>740</sup>. Ancak, buradaki açıklamaların esas itibarıyla özel durum açıklamaları için hüküm ve sonuç doğuracağını, diğer belgeler açısından ise niteliğine uygun düştüğü ölçüde kıyas yoluyla yararlanılabilecek bir düzenleme olduğunu da paylaşmakta yarar vardır.

SPK'nın II-15.1 Tebliğinde geleceğe yönelik olmakla birlikte yatırımcıların kararlarına etki edecek türden bilgi ve değerlendirmelerin açıklanmasına yönelik esaslara yer verilmiştir. “*Geleceğe ilişkin içsel bilgi niteliğindeki plan ve tahminleri içeren veya yatırımcılara ihraççının gelecekteki faaliyetleri ile finansal durumu ve performansı hakkında fikir veren değerlendirmeleri*” ifade ettiği düzenlenen (m. 4/1.d) “*gelecek yönelik değerlendirmeler*”<sup>741</sup> Tebliğin 10. maddesinde ve Özel Durumlar Rehberinde VI nolu başlık altında ayrıca ve özel olarak ele alınmıştır.

Özel durum açıklamaları bağlamında konuyla ilgili temel ilke, geleceğe yönelik değerlendirmelerin kamuya açıklanmasının zorunlu olmadığıdır. Ancak, şirketin geleceğe yönelik değerlendirmelerini kamuya paylaşmak istemesi durumunda Tebliğ ve Rehberde belirtilen esaslara uygun hareket etme zorunluluğu doğar. Ayrıca, geleceğe yönelik değerlendirmelerin açıklanmasına ilişkin esaslara, Tebliğin 17. maddesi uyarınca kamuya açıklanması gereken bilgilendirme politikasında yer verilmesi de zorunludur.

Tebliğde yer verilen üç ana kural ise şu şekildedir:

<sup>740</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-e-cc-“Geleceğe Yönelik Değerlendirmelerden Hukuki Sorumluluk”.

<sup>741</sup> Söz konusu düzenlemedeki “değerlendirme” kavramının “öngörü”lerle sınırlı olduğu düşüncesi için bkz. **Manavgat**, HAAO, s. 221. Özel Durumlar Rehberi’nde bunların “projeksiyonlar”, “tahminler”, “varsayımlar”, “öngörüler”, “planlar”, “beklentiler”, “niyetler”, “amaçlar” ve “stratejiler” şeklinde olabileceği ifade edilmiştir (Başlık VI, s. 26).

- Bu tür değerlendirmelerin yönetim kurulu kararına veya yönetim kurulu tarafından yetki verilmiş ise yetki verilen kişinin yazılı onayına bağlanması şartıyla kamuya açıklanabilmesi mümkündür (m. 10/1.a)<sup>742</sup>.

- Geleceğe yönelik değerlendirmelerin, yılda en fazla dört defa kamuya açıklanması öngörülmüştür. SPK, bu açıklamanın, özel durum açıklaması şeklinde yapılabileceği gibi, Kurulun finansal tablolara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ilân edilen faaliyet raporları veya KAP'ta açıklanması şartıyla yatırımcıların bilgilendirilmesine ilişkin sunumlar aracılığıyla da yapılabileceğini kararlaştırmıştır. Yalnız, kamuya açıklanmış değerlendirmelerde önemli bir değişiklik ortaya çıktığında, bu bentte yer alan sayı sınırlamasına tabi olmaksızın açıklama yapılması zorunludur (m. 10/1.b).

- Geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin olarak yapılacak açıklamalarda, daha önce kamuya açıklanan hususlar ile gerçekleşenler arasında önemli ölçüde bir farklılık bulunması hâlinde, bu farklılıkların nedenlerine yer verilir. (m. 10/1.c).

## **B- Sürekli Bilgiler**

Daha önce de ifade edildiği üzere, özel durum açıklamalarına konu edilen diğer bilgi türü olan sürekli bilgilerin “*içsel bilgiler dışında kalan bilgiler*” olarak tanımlanması, ilgili kişileri ilk bakışta bir belirsizliğe götürmektedir. Ancak, II-15.1 Tebliğinin 12-19. maddeleri bu konuda aydınlatıcı bilgiler içermektedir.

Tebliğin 12 ilâ 15. maddeleri sermaye yapısına ve yönetim kontrolü değişikliklerine ilişkin hususlara ayrılmıştır. TTK'nın 198. maddesi çerçevesinde yapılması gereken açıklama da bu maddelerde düzenlenen hususlarla ilişkili bir sürekli bilgi niteliğindedir<sup>743</sup>.

Tebliğin 16. maddesi ile KAP'ta yer alan ilgili form kullanılarak ihraççıya ilişkin genel bilgilerin yayımlanması zorunluluğunu ortaya koymuştur. Tebliğde ayrıca şirketin bilgilendirme politikası oluşturulup yayımlanması zorunluluğu (m. 17) ile genel kurul ve sermaye artırımına ilişkin birtakım bilgilerin açıklanması (m. 18) düzenlenmiştir. Son olarak, pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççıların yapması gereken birtakım açıklamalar da bu kapsamda kabul edilmiştir (m. 19).

---

<sup>742</sup> Geleceğe ilişkin bilgilendirmenin halkla ilişkilerin doğasında yer aldığından hareketle bu açıklamaların her defasında yönetim kurulu kararına bağlanmasının gerçekçi olmadığı hakkında bkz. **Manavgat**, HAAO, s. 221.

<sup>743</sup> Ayrıca bkz. **Yanlı**, TTK Tasarısında Kamunun Aydınlatılması, s. 163, 164.

Görüldüğü üzere, sayılan hususlar “sürekli bilgi” olarak adlandırılrsa bile esasen süreklilik özelliğine sahip değildir. Bu durum, kavramı ifade etmek üzere seçilen terimin eleştirilmesine yol açmıştır<sup>744</sup>.

Unutulmaması gerekir ki, özel durum açıklamalarına konu olan bu ikinci tür bilgiler de tıpkı içsel bilgiler gibi kamuyu aydınlatmadan sorumluluk doğuracak niteliktedir.

#### **4- Özel Durum Açıklamalarına Konu Bilgilerin Nitelikleri**

Kamuyu aydınlatma ilkesi bağlamında sunulan bütün bilgilerde söz konusu olan nitelikli bilgi arayışı, özel durum açıklamalarında da mevcuttur. Bu sebeple özel durum açıklamalarına konu edilen bilginin belirli özelliklere sahip olması gerekmektedir. Bu özellikler, SerPK m. 15 ve 106 başta olmak üzere ilgili kanun maddelerinin yanı sıra SPK’nın anılan tebliğleri ve Özel Durumlar Rehberinde yer alan hükümlerin bütününe ortaya konulan esasları ifade etmektedir. Bu noktada, bütün kurallara yer verebilmek çalışmanın amacı ve kapsamıyla bağdaşmaz. Ancak, konuya hukuki sorumluluk ekseninde bakılarak birkaç hususun vurgulanması gerekmektedir.

II-15.1 Tebliğinin “*Açıklamaların kapsam ve özellikleri*” kenar başlıklı 24. maddesinde özel durum açıklamalarına konu bilgilerin nitelikleri konusunda özel olarak belirtmeye değer açıklamalar yer almaktadır. Buna göre, özel durum açıklamalarının;

- yatırımcıların bilgilendirilmiş şekilde karar vermelerine katkı sağlayacak şekilde,

- zamanında,

- doğru,

- tam,

- dolaysız,

- anlaşılabilir ve

- yeterli

olması gerekir (m. 24/2). Ayrıca, açıklamaların doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için gerekliyse, açıklamaya konu durumun ilgili olduğu karşı taraf belirtilir; değişikliklerin veya etkilerinin miktar veya tutar olarak ifade edilebilmesi hâlinde, yapılacak açıklamalarda miktar ve tutara da yer verilir.

Açıklamalar yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olamaz ve ihraççının mevcut koşullarına ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikir edinmelerine neden

---

<sup>744</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 222, 223.

olmayacak şekilde yapılır. Bu kapsamda ihraççıların, özel durum açıklamalarını faaliyetlerinin pazarlanması ve reklam amacıyla kullanımı da yasaklanmıştır (m. 24/3).

### **5- Özel Durum Açıklamalarının Yapılma Şekli**

Özel durum açıklamalarına ilişkin olarak yaratılan hukuki rejim, belirli tür ve nitelikteki bilgilerin belirli şekillerde ve zamanda açıklanmasına yöneliktir. Bu yüzden öncelikle açıklamaların yapılma usulünün ve zamanının üzerinde durmak gerekmektedir. Söz konusu hususlar esas itibarıyla II-15.1 Tebliğinin 23. maddesinde düzenlenmiştir.

Tebliğe göre açıklamalar kural olarak<sup>745</sup> Türkçe yapılmalıdır (II-15.1 Tebliği m. 23/1). Açıklamanın yapılacağı yer ise KAP ve ihraççının internet sitesidir. Sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ihraççılar ile borsada işlem gören kira sertifikalarının fon kullanıcıları bakımından II.15.1 Tebliğinin ikinci, üçüncü ve dördüncü bölümleri kapsamındaki açıklamaların KAP’ta yer alan ilgili form kullanılarak bu platformda yapılması gerektiği; sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen ihraççılar ile borsada işlem görmeyen kira sertifikalarının fon kullanıcıları bakımından ise bu yükümlülüğün açıklamaların SPK’ya gönderilmesi suretiyle yerine getirileceği hükme bağlanmıştır. Bu şekilde SPK’ya gönderilecek açıklamaların Kurulun internet sitesinde kamuya duyurulması esası benimsenmiştir. Bununla birlikte, SPK, gerekli gördüğü durumlarda, kendisine gönderilen açıklamaların, elektronik ortam da dahil olmak üzere basın yayın organlarında ilân edilmesini ilgili ihraççıdan, fon kullanıcısından ve/veya ilgili taraflardan isteyebilir (II-15.1 Tebliği m. 23/2).

Özel durum açıklamalarının yapılma zamanı konusunda ise bunların TTK’nın 1524. maddesine göre yapılan düzenlemeler<sup>746</sup> çerçevesinde ilân edildiği durumlarda, söz konusu açıklamaları ihraççının internet sitesinde ilân etme ve saklama yükümlülüğünün yerine getirilmiş sayıldığını belirtmekte yarar vardır (II-15.1 Tebliği m. 24/6).

Son olarak, KAP’a yapılacak bildirimlerde “Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği (VII-128.6)”nin de uygulama alanına sahip olduğunu unutmamak gerekir<sup>747</sup>. Bu Tebliğ uyarınca KAP’a yapılacak bildirimlerde elektronik imza kullanılması zorunludur

---

<sup>745</sup> Ancak, istisnai olarak Kurulun gerekli görmesi durumunda, ortaklığın işlem gördüğü pazar, ortaklığın kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin Kurul düzenlemelerine göre dahil olduğu grup veya Kurulca uygun görülen başka bir kriter gözetilmek suretiyle Türkçe’nin yanı sıra başka dillerde de açıklama yapılmasını talep edebilir (II-15.1 Tebliği m. 23/1).

<sup>746</sup> “Sermaye Şirketlerinin Açacakları İnternet Sitelerine Dair Yönetmelik” ile düzenlenmiştir (RG. 31.05.2013, S. 28663).

<sup>747</sup> RG. 27.12.2013, S. 28864.

(KAP Tebliği m. 4). Bu gereklilik esasen KAP’ın SerPK’da yer alan tanımında dahi yer verilen en temel şekil kuralını ifade etmektedir (m. 3/1.k).

## 6- Özel Durum Açıklamalarının Yapılma Zamanı

### A- Genel Olarak

Açıklamanın zamanı konusunda genel kural; bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya “*derhal*” açıklanmasıdır (II-15.1 Tebliği m. 23/2). Derhal, kelime anlamı itibarıyla “*çabucak*” ve “*hemen*” anlamlarına gelmektedir<sup>748</sup>. Özel durum açıklamaları açısından ise açıklama yapılması gerekliliği doğar doğmaz açıklamanın yukarıda açıklanan usule uygun şekilde yapılması için geçecek makul sürenin dışında vakit kaybetmeksizin yapılması zorunluluğunu ifade etmektedir.

Derhal açıklanma prensibinin II-15.1 Tebliğinde öngörülmüş iki istisnası vardır. Birinci istisna 12 ve 22. maddeler kapsamında yapılacak açıklamaların bu Tebliğin ekindeki form kullanılarak en geç işlemin gerçekleşmesini izleyen üçüncü iş günü saat 09.00’a kadar yapılmasına izin verilmesidir (II-15.1 Tebliği m. 23/3). İkinci istisnayı ise aşağıda ayrıca ele alınacak olan içsel bilgilerin kamuya açıklanmasının ertelenmesine izin verilen hâller oluşturmaktadır.

Tebliğin m. 23/5. fıkrası<sup>749</sup> genel bir prensibi ifade eder. Bu düzenleme, daha önce de vurguladığımız<sup>750</sup> ve sermaye piyasasında bu konuda bir bilinç uyanması gerekli olan eşit işlem ilkesini vurgulaması bakımından önem taşımaktadır.

Tebliğin 24/5. fıkrasına göre,

- “*Sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ihraççılar, özel durum açıklamalarını en geç kamuya açıklama yapıldıktan sonraki iş günü içinde KAP’ta ihraççıya ilişkin genel bilgilerde belirtilen internet sitesinde ilan etmek ve söz konusu açıklamaları beş yıl süreyle bu internet sitesinde bulundurmak zorundadır. Bu yükümlülük, ortaklığın internet sitesinde KAP’ta yer alan açıklamalara bağlantı verilmesi suretiyle de yerine getirilebilir.*

- *Sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen ihraççılar ise, özel durum açıklamalarını en geç kamuya açıklama yapıldıktan sonraki beş iş günü içinde bulunması durumunda kendilerine ait internet sitesinde ilan etmek ve söz konusu açıklamaları beş*

<sup>748</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü (www.tdk.gov.tr).

<sup>749</sup> “*Açıklama yükümlülüğü, bilgiye hızlı erişimi sağlayacak ve yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmeyecek şekilde yerine getirilir. Kurul, gerekli gördüğü takdirde açıklamalara ilişkin olarak bu Tebliğde belirtilenler dışında esaslar belirleyebilir.*”.

<sup>750</sup> Bkz. Birinci Bölüm-II-“Kamuyu Aydınlatma İhtiyacı” ve Birinci Bölüm-IX-1-B-a-“Yatırımcılar”.

*yıl süreyle bu internet sitesinde bulundurmak zorundadır. Bu ihraççıların kendilerine ait birden fazla internet sitesinin bulunması durumunda, özel durumlar tescil edilen internet sitesinde zorunlu, diğer internet sitelerinde ise ihtiyari olarak ilan edilir. Tescil edilen internet sitesinde, özel durumların ilan edildiği diğer internet sitelerinin bağlantı adreslerine yer verilir”.*

Şirketin, özel durum açıklamasını internet sitesinde beş yıl süreyle saklaması Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü’nün m. 17/1 hükmünde yer alan kuralın Türk hukukuna yansımasıdır. Bu gereklilik, özel durum açıklaması konusu bilginin sermaye piyasası araçlarının değeri ve fiyatı ile yatırımcıların yatırım kararlarına etkisinin anlık bir etkiden ibaret olmayıp şirketin geçmişinin ve mevcut durumunun anlaşılmasını sağlayan bir bilgi olarak gelecekte de değer taşıdığını göstermektedir.

Özel durum açıklamalarının yapılma zamanına ilişkin olarak bir diğer önem taşıyan husus, II-15.1 Tebliğinin “geleceğe yönelik değerlendirmeler de dahil olmak üzere özel durumlara konu hususların basın-yayın organları veya diğer iletişim yollarıyla kamuya duyurulmak istenmesi durumunda, bu duyurunun öncesinde veya eş zamanlı olarak; söz konusu hususların kamuya açık bir toplantıda sehven duyurulması halinde ise konu hakkında derhal KAP’ta açıklama yapılır” hükmünü içeren m. 9/4 hükmüne riayet edilmesi gereğidir.

Kamuya açıklamanın yapıldığı anın belirlenmesi değişik açılardan önem taşımaktadır. Açıklamanın usulüne uygun şekilde yapılması, içsel ya da sürekli bilgiyi kamuya açıklanmış bilgi haline getirir. Bu ana kadar bilgi suistimalinin gerçekleşmemiş olması hâlinde açıklama sonrası bu suçun işlenebilme ihtimali ortadan kalkar. Zira bu suçun tanımında henüz kamuya duyurulmamış bilgiden yarar sağlanması esas alınmıştır (SerPK m. 106). Konunun bizi daha çok ilgilendiren boyutu ise kamuyu aydınlatmadan özel hukuk anlamında hukuki sorumluluğun şartlarının gerçekleşip gerçekleşmediğinin tespitinde esas alınacak olmasıdır<sup>751</sup>.

## **B- Açıklamanın Ertelenmesi**

Özel durumların kamuya açıklanmasında “derhal açıklama” genel kural olmakla birlikte, belirli ihtiyaçlar doğrultusunda istisnaen açıklamaların ertelenmesine izin verilmiştir. Hemen belirtelim ki, bu imkân özel durum açıklamalarından yalnızca içsel bilgilere ilişkindir.

---

<sup>751</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-e-aa-“Zamanlama Sorunu”.

SPK II-15.1 Tebliğinin “İşsel bilgilerin kamuya açıklanmasının ertelenmesi” kenar başlıklı 6. maddesinde “İhraççı; sorumluluğu kendisine ait olmak üzere, meşru çıkarlarının zarar görmemesi için işsel bilgilerin kamuya açıklanmasını, yatırımcıların yanıtılmasına yol açmaması ve bu bilgilerin gizli tutulmasını sağlayabilecek olması kaydıyla erteleyebilir.” hükmüne yer verilerek bu açıklamayı erteleme koşulları ortaya konulmuştur (m. 6/1).

Açıklamaların ertelenebilmesinin ön koşulu ihraççının meşru çıkarlarının zarar görmemesidir. Burada kastedilen, ihraççının hukuken korunmaya değer nitelikteki menfaatlerinin korunmasıdır<sup>752</sup>. Açıklamaların ertelenmesine ilişkin istisna Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü’nün m. 17.4 hükmünden alınmıştır. Bu düzenlemenin gerekçesinde, devam eden görüşmeler ile bu görüşmelerin sonuçlarının açıklamadan etkileneceği hâllerde ihraççının erteleme gerekçesi olabilecek meşru çıkarlarının (*legitimate interests*) söz konusu olabileceği belirtilmiştir (*Rc. par. 50*). Gerekçede bu tür durumlara iki örnek gösterilmiştir: Bunlardan ilki şirketin iflas durumunda olmamakla birlikte kârlılığının çok düşük olduğu ve finansal yapısının çok yakın bir tehlike altında olduğu durumlarda şirketin uzun vadeli durumunu iyileştirmesi için yapılan görüşmelerin zarar görmesi sonucunu doğurarak mevcut ve potansiyel pay sahiplerinin çıkarlarını ciddi manada tehlikeye sokacak türden açıklamaların ertelenmesidir. Diğer ise yönetim organınca alınmış kararların yahut yapılmış sözleşmelerin geçerli olabilmesi için şirketin bir başka organı tarafından onaylanmasının gerektiği hâllerde bu onaydan önce bilginin kamuya sunulmasının söz konusu bilginin muhataplar tarafından sağlıklı değerlendirilmesini tehlikeye atacağı durumlardır. İşte bu türden hâllerde açıklamaların ertelenmesinde şirketin meşru menfaatlerinin söz konusu olduğu ifade edilmiştir (*Rc. par. 50*).

Açıklamanın ertelenmesi ilelebet sürecek bir husus değildir. Zaman içerisinde erteleme sebepleri ortadan kalktığında Tebliğe uygun şekilde açıklama yapılması gerekir. Yalnız, bu süre içerisinde açıklanması ertelenen işsel bilgiye konu olan olayın gerçekleşmemesi durumunda açıklama yapılmayabilir (m. 6/2).

Ertelemenin, yatırımcıların yanıtılmasına yol açmaması, bu durumun uygun görülmesi için varlığı gerekli bir diğer koşuldur. Yatırımcıların iradelerinin ertelemeden kaynaklı olarak sakatlanmaması gerekir. Yatırımcıların şirketin suskunluğuna yersiz

---

<sup>752</sup> Bu türden durumlara örnek olarak devam etmekte olan işlem veya müzakerelerin gidişatı ve sonucunun bu durumların kamuya açıklanması ile büyük ölçüde zarara uğraması ve bu şekilde yatırımcıların da zarara uğraması ihtimalinin bulunması gösterilmiştir (Bu örnek ve diğerleri için bkz. **Yanlı**, İşsel Bilgi, s. 267-269).

şekilde olumlu ya da olumsuz sonuç bağladığı ya da bağlamasının kuvvetle muhtemel olduğu hâllerde bu koşul gerçekleşmemiş olur.

Tebliğde üçüncü ve son olarak, açıklanması ertelenen içsel bilgilerin gizliliğinin sağlanması şart koşulmuştur (m. 6/3). Bu bağlamda, gizliliğin bozulmaması için gerekli önlemlerin alınması gerekmektedir. Ancak, ihraççı tarafından gerekli önlemler alınmasına rağmen gizlilik korunamamışsa sorumluluk doğmayacağı ifade edilmiştir<sup>753</sup>. Gizliliğin sağlanamaması hâlinde ise piyasada bilgi asimetrisi oluşmaması için ilgili bilginin derhal kamuya açıklanması gerekir.

*Manavgat*, gizliliğin sağlanamadığı durumlarda sorumluluğun yönetim kurulunda olduğunu, erteleme kararı alma yetkisi devredilmiş olsa bile, gizliliğin korunmasından yönetim kurulunun sorumlu olduğunu ifade etmiştir<sup>754</sup>. Kanaatimizce burada yönetim kurulunun sorumluluğunda şüphe olmamakla birlikte kurulun bir veya birden fazla yönetim kurulu üyesine yahut üçüncü bir kişiye usulüne uygun şekilde yetki devrinde bulunduğu hâllerde bilgiye sahip ilgili diğer yöneticilerin de bilginin gizliliğinin korunmasından sorumluluğu söz konusudur.

Açıklanması ertelenen bilgiler, erteleme sebeplerinin ortadan kalkması durumunda hâlen içsel bilgi niteliklerini koruyorlarsa kamuya açıklanmalıdır. Bilginin sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek güçte olup olmadığına somut olayın koşulları göz önünde bulundurularak karar verilir. Yalnız, açıklama yapılmasının gerektiği hâllerde ertelemenin gerekçesi olan hususlara da yer verilmelidir<sup>755</sup>.

Son olarak belirtelim ki, içsel bilgilerin açıklanmasının ertelendiği hâllerde açıklamanın derhal yapılmış olmaması mevzuattan kaynaklanan bir hakkın kullanımı niteliğinde olacağından, ertelemenin haklı gerekçelere dayanması hâlinde prensip olarak hukuki ve idari sorumluluk doğmayacaktır.

## **VI- DİĞER KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİ**

Daha önce de belirtildiği gibi, kamuyu aydınlatma belgeleri kanun koyucu tarafından sınırlı sayıda olmamak üzere sayma yoluyla belirlenmiştir. Çalışmamız bunlar arasında SerPK m. 32’de sayılanlardan izahname, finansal raporlar ve özel durum açıklamaları odaklı olmakla birlikte, anılan düzenlemede zikredilen diğer belgelere de

---

<sup>753</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 218.

<sup>754</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 217.

<sup>755</sup> **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 270, 271.



değınmekte yarar vardır. Bu noktada karşımıza SerPK m. 32’de kamuyu aydınlatma belgesi olduğu açıkça düzenlenen “borsada işlem görme duyurusu”, “pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu”, “birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri” ve niteliğı gereğı kamuyu aydınlatma belgesi olarak kabul edilebilecek diğerk belgeler çıkmaktadır.

Bu başlık altında ele alınan kamuyu aydınlatma belgeleri birtakım özel sebeplere dayalı olarak düzenlenmesi zorunlu tutulan belgelerdir. Bu belgeler, nitelikleri gereğı daha sınırlı bir uygulamaya ve muhatap kitlesine sahip olduğundan, çalışmada kavramsal özleriyle sınırlı düzeyde bir bilgi aktarımı gerçekleştirilecektir. Zira kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluk açısından da uygulama alanı geniş olan yukarıda ayrıntılı şekilde incelenen izahname, finansal raporlar ve özel durum açıklamalarıdır. Söz konusu tercih, aşağıdaki belgelerin önemli olup olmaması yahut zorunlu tutulup tutulmamasıyla değil çalışmanın amacına uygun bir kapsamda oluşturulmasıyla ilgilidir. Yalnız, bu başlık altında bir anlamda ötekileştirilen bu belgelerin de kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluğun konusunu oluşturabileceğı unutulmamalıdır.

### **1- Borsada İşlem Görme Duyurusu**

Sermaye piyasası fon arz ve talebinin karşılaştığı organize piyasayı ifade eden borsada yalnızca paylar değil pay dışındaki menkul kıymetler ile diğerk sermaye piyasası araçlarının belirli kurallar çerçevesinde tedavülü sağlanmaktadır. Ancak, ihraç olunan bütün sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görebilmesi mümkün değildir. Bir sermaye piyasası aracının borsada işlem görebilmesi için ilgili düzenleyici otoritenin belirlediğı kotasyon ve işlem görme şartlarının yerine getirilmesi gerekir.

Ülkemizde sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü tek borsa olan Borsa İstanbul Anonim Şirketi’nin kotasyon ve işlem görme şartlarının genel çerçevesi “Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliğı”<sup>756</sup> ile düzenlenmiştir. Kıymetli madenler ile kıymetli taşların işlem görme usul ve esaslarına ilişkin olarak ise “Borsa İstanbul A.Ş. Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar ile İlgili Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliğı”<sup>757</sup> yürürlüğe konulmuştur.

“Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliğı”ne göre; borsada işlem görme “*Yatırım araçlarının Borsada alım satıma konu olmasını*” (m.

---

<sup>756</sup> RG. 19.10.2014, S. 29150.

<sup>757</sup> RG. 19.10.2014, S. 29150.

4/1.h), borsaya kotasyon ise “*Sermaye piyasası araçlarının Borsada işlem görmesi için Borsa kotuna alınmasını*” (m. 4/1.1) ifade eder. Kotasyon ve işlem görmeye ilişkin usul ve esaslar anılan Yönetmeliğin “*Kotasyon*” başlıklı üçüncü bölümü (m. 14-23) ile “*Borsada İşlem Görme ve İşlem Görmenin Durdurulması veya Sonlandırılması*” başlıklı dördüncü bölümde (m. 24-28) düzenleme bulmuştur.

Bunlarla birlikte, BİST tarafından yürürlüğe konulan “Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesi” ile sermaye piyasası araçlarının borsa kotuna alınmasına, kotta kalmasına, işlem gördüğü pazarın değiştirilmesine, kota alınmaksızın işlem görmesine ve kottan çıkarılmasına ilişkin usul ve esaslar ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

Bir sermaye piyasası aracının borsada işlem görmeye başlaması, söz konusu sermaye piyasası aracına likidite kazandırır ve ikinci el piyasada nesnel bir fiyat oluşumu sağlar. Bu durum aynı zamanda ihraççı şirketin itibarının ve değerinin belirlenmesinde bir ölçüt fonksiyonu görür<sup>758</sup>. Söz konusu çerçevede taşıdığı önem gereği sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmeye başlaması ile ilgili bildirimde yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve eksiksiz şekilde kamuyu aydınlatma muhataplarına sunulması önem taşımaktadır. Bu tür belgelerde yer alan başlıca bilgiler ise şirketin ayırt edici bilgileri ile Borsa’nın işlem görmeye kabul karar tarihi ve işlem görmeye başlayacak sermaye piyasası araçlarının nominal değeri, baz fiyatı, işlem göreceği pazar bilgisidir<sup>759</sup>. Anılan hususlar yatırım tercihlerine etki edebilecek bilgiler içerdiğinden borsada işlem görme duyurusu da kamuyu aydınlatma belgesi niteliği tanınan belgelerden biri olmuştur.

## **2- Pay Alım Tekliflerinde Hazırlanan Bilgi Formu**

Sermaye piyasası mevzuatı ile halka açık anonim şirketlerde belirli hâllerde zorunlu ya da ihtiyari şekilde pay alım teklifinde bulunulması öngörülmüştür. Kanun koyucu, pay alım teklifi zorunluluğunu esas itibarıyla yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâli için öngörmüştür. SerPK m. 26/2. fıkrası<sup>760</sup> çerçevesinde yönetim kontrolünün ele geçirildiği hâllerde, yönetim kontrolünü

<sup>758</sup> Borsanın işlevleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. İkinci Bölüm-III-3-B-“Sermaye Piyasası Araçlarının Borsa’da İşlem Görmesi”.

<sup>759</sup> Örnek niteliğine olmak üzere bkz. CEO Event Medya A.Ş. paylarının Borsada İşlem Görme Duyurusu (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/766230>).

<sup>760</sup> “Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir. Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâller bu madde kapsamında değerlendirilmez.”

ele geçiren kişi ya da kişiler tarafından pay alım teklifinde bulunulması zorunlu tutulmuştur. Yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ise “*Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir.*” şeklindeki kabul ile ifade edilmiştir (SerPK m. 26/2).

Bununla birlikte, SPK’nın, pay sahibi sayısı beş yüzü aştığı için halka açık anonim şirket sayılan ortaklıklardan paylarının işlem görmesi için borsaya başvuru yapmayanlar hakkında payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık anonim şirket statüsünden çıkarılması için ortaklığın talebini aramaksızın gerekli kararları alma yetkisi (SerPK m. 16/2) çerçevesinde söz konusu şirketleri resen halka açık anonim şirket statüsünden çıkarması durumunda bu şirketlerin hâkim ortaklarına diğer paylar için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirilebileceği hükme bağlanmıştır (SerPK m. 33/4). Buna ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi de yine Kurula verilmiştir. SPK henüz bu yönde bir karar almadan şirketin pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyu veya toplam oyların dörtte üçü ile alınacak bir genel kurul kararı ile SerPK kapsamından çıkması durumunda ise bu karara olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınması zorunludur (SerPK m. 33/4).

SPK pay alım teklifinde bulunulmasına ilişkin esasları “Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1)”<sup>761</sup> ile düzenlemiştir. Bu Tebliğde; konunun kamuyu aydınlatma ile ilişkisinin de düzenlendiği genel esaslar (m. 5-10) ve zorunlu pay alım teklifi sürecine ilişkin usul ve esasların (m. 11-17) yanı sıra pay alım teklifinde bulunulmasından muafiyet hâlleri (m. 18-19) ile gönüllü pay alım teklifine ilişkin esaslar (m. 20-23) düzenlenmiştir. Bir de Tebliğin amaç, kapsam, dayanak, tanımlar ve kısaltmalarının yer aldığı giriş bölümü (m. 1-5) ile yürürlüğe ilişkin son hükümler (m. 24-26) bulunmaktadır.

Konu, önemi gereği AB düzeyinde de düzenleme konusu yapılmış ve Birliğin 2004/25/EC sayılı Direktifi<sup>762</sup> ile mümkün olduğunca yeknesak bir düzene geçilmesi hedeflenmiştir. Bu Direktif’te üzerinde önemle durulan noktalardan biri de kamuyu aydınlatma olmuştur. Direktif’in 6. maddesinde “teklif metni” (*offer document*) hazırlanması ve kamuya açıklanması zorunluluğu ile bu metinde yer alması gereken

<sup>761</sup> RG. 23.01.2014. S. 28891.

<sup>762</sup> “Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids” (OJ. 30.04.2004, L. 142, p. 12-23). Bu Direktif hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Yeşiltepe, S. Ö.:** AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, 1. Baskı, İstanbul 2011.

bilgilere yer verilmiştir. Bu zorunluluğun öngörülmesinin temelinde AB kural koyucusunun bilgi suistimali ihtimallerini azaltma amacı yatmaktadır<sup>763</sup>. Zira açıklanması öngörülen bilgilerin Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü anlamında içsel bilgiye vücut verdiği kabul edilmektedir<sup>764</sup>.

Ayrıca Direktif'in 8. maddesinde pay alım teklifinde bulunan şirketin menkul kıymetleri, kendisi ve bu tekliften etkilenecek diğer şirket hakkında pay alım teklifinde piyasada şeffaflığın ve bütünlüğün sağlanacağı şekilde kamunun aydınlatılmasının sağlanması ile yanlış veya yanıltıcı bilginin yayımlanması ve yayılmasının üye devletler tarafından önlenmesi gerektiği düzenlenmiştir (m. 8/1). Anılan maddede ayrıca üye devletlerin; yukarıda da zikredilen 6. maddede öngörülen bilgi ve belgelere, pay alım teklifini yapan ve bu teklife konu edilen şirketin yöneticileri ile menkul kıymet sahiplerince ve teklifi yapan kişilerce kolaylıkla ve zamanında erişilebilir olmasını temin yükümlülüğü altında oldukları kabul edilmiştir.

Türk hukuku bakımından pay alım teklifi zorunluluğunun Kanundan yahut Tebliğden doğduğu bütün bu durumlarda, diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılması gerekir. Pay alım teklifinin tanımına SPK'nın yukarıda zikredilen II-26.1 Tebliğinde şu şekilde yer verilmiştir: *"Pay alım teklifi, teklif: Bir ortaklığın paylarını elinde bulunduran kişilere, söz konusu ortaklığın paylarının tamamını ya da bir kısmını gönüllü ya da zorunlu olarak devralmak üzere yapılan ve hedef ortaklığın yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ile sonuçlanan ya da bu amacı taşıyan, hedef ortaklığın kendisi tarafından yapılanlar dışındaki satın alma teklifini... ifade eder"* (m. 4/1.k). İster zorunlu isterse gönüllü olsun pay alım teklifinde bulunulması hukuki nitelik itibarıyla bir öneri (icap) niteliğindedir ve pay sahiplerinin bu öneriyi kabulüyle sözleşmenin kurulduğu kabul edilmektedir<sup>765</sup>.

AB Direktifi'ne paralel olarak pay alım teklifi sürecinde kamuyu aydınlatma ilkesine riayet edilmesi de sürecin vazgeçilmez bir parçası olarak görülmüştür<sup>766</sup>. Pay

---

<sup>763</sup> Veil, s. 726.

<sup>764</sup> Veil, s. 726.

<sup>765</sup> Pay alım teklifinin hukuki niteliği hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Manavgat**, HAAO, s. 345-347; **Türkyılmaz, İ.**: Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, İstanbul 2015, s. 15-18.

<sup>766</sup> **Dinç, İ.**: Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, İstanbul 2006, s. 147-150; **Kolcuoğlu, U.**: Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, İstanbul 2009, s. 212.

İlk olarak, 1992 değişikliğiyle yürürlüğe konulan 2499 sayılı SerPK m. 16/A'nın birinci fıkrasında da halka açık anonim şirketlerin *"...sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında.."* SPK'nın pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılması amacına yönelik düzenleme yapabileceğine yer verilerek bu konu kamuyu aydınlatmanın kapsamına dahil edilmiştir.

alım teklifinde kamuyu aydınlatmayı sağlayan hukuki araç pay alım teklifi bilgi formudur. Pay sahipleri, pay alım teklifine yönelik kararlarını alırken bilgi formunda kendilerine sunulan bilgileri göz önüne alarak pay alım teklifini kabul edip şirketten ayrılma ya da teklifi reddedip şirkette kalmaya yönelik bir karara varacaklardır. Bu sebeple pay alım teklifi sürecindeki kamuyu aydınlatma esas itibarıyla mevcut pay sahiplerini ilgilendirir. Nitekim Direktif’te de pay alım teklifi zorunluluğunun şirketin azınlıkta kalan pay sahiplerini korumaya yönelik olduğu açıkça ifade edilmiştir (m. 5.1). Ancak, bu süreçte sunulan bilgilerin piyasadaki diğer yatırımcılar açısından da değer taşıyabileceği gözden uzak tutulmamalıdır.

II-26.1 Tebliğinin 10. maddesinin birinci fıkrası da kamuya nelerin açıklanması gerektiğine ilişkin olarak önem taşımaktadır. Bu düzenlemede belirtilen hususlar<sup>767</sup>, Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esasları çerçevesinde, teklifte bulunan tarafından kamuya açıklanır.

Tebliğin m. 10/1. fıkrasından da anlaşılabileceği üzere, pay alım teklifi sürecinde kamuyu aydınlatma aracı olarak karşımıza çıkan bilgi formu KAP’a özel durum açıklaması şeklinde sunulmakta<sup>768</sup> ve kamuyu aydınlatma muhataplarının kararlarına etki etmektedir.

Mevcut pay sahiplerinin yatırım kararlarına etkili olacak bir teklifin yapılabilmesi için öncelikle bilgi formunun SPK tarafından onaylanması gerekmektedir. Onayın gerçekleşmesi ise tıpkı sermaye piyasası araçlarının ihracında düzenlenen izahname ve ihraç belgesinde olduğu gibi bilgi formunda yer alan bilgilerin “tutarlı”, “anlaşılabilir”

---

<sup>767</sup> “a) Pay alım teklifinde bulunulmasına karar verilmesi.

b) Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun ortaya çıkması, muafiyet talep edilip edilmeyeceği, muafiyet talebinin bu Tebliğin hangi maddesi çerçevesinde yapılacağı.

c) Pay alım teklifi fiyatı veya fiyatın nasıl tespit edileceği hakkında bilgi.

ç) Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muaf tutulmak veya pay alım teklifinde bulunmak üzere fiilen Kurula başvuruda bulunulması.

d) Kurula yapılan pay alım teklifinde bulunma veya pay alım teklifinden muafiyet başvurusunun sonuçlanması.

e) Pay alım teklifi fiyatının tespiti amacıyla hazırlanacak değerlendirme raporlarının özet veya sonuç kısımları.

f) Pay alım teklifi süresince her işlem günü sonunda borsadan ve borsa dışından alınan pay adedi ve tutarı ile pay alım teklifine karşılık veren pay sahibi sayısı.

g) Pay alım teklifi süresinin bitiminde, teklif süresince alınan toplam pay adedi ve tutarı ile pay alım teklifine karşılık veren toplam pay sahibi sayısı.

ğ) Pay alım teklifi sonrası payları teklife konu olan ortaklığın detaylı ortaklık yapısı ve yönetim durumu.

h) Gönüllü pay alım teklifi yoluyla pay toplama girişiminden vazgeçilmesi.

ı) Fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin olarak yapılan işlemler.”

<sup>768</sup> Bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/767042>.

ve “Kurulca belirlenen standartlara göre eksiksiz” olduğunun SPK’ca tespitine bağlıdır (II-26.1 Tebliği m. 7/1).

Pay alım teklifi bilgi formunun “Gönüllü veya zorunlu pay alım teklifinde bulunulması halinde kamuya açıklanacak hususların belirtildiği bu Tebliğin 1 numaralı ekinde yer alan bilgi formunu” ifade ettiği Tebliğde hükme bağlanmıştır (m. 4/1.1). Pay alım teklifi bilgi formunun içeriğinde ne tür bilgilere yer verildiği Tebliğin 1 numaralı ekinde anlaşılmaktadır<sup>769</sup>.

Pay alım teklifi bilgi formunun SPK tarafından onayı sonrasında II-26.1 Tebliğinin 7/3. fıkrası çerçevesinde ilânı gerekmektedir. Bu düzenlemeye göre; “Kurulca onaylı bilgi formu Kurulun onay tarihinden itibaren 3 iş günü içerisinde; (a) Hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi durumunda, KAP’ta ve ortaklığın kendi internet sitesinde, (b) Hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmemesi durumunda, şirket merkezinin bulunduğu mahalli ve/veya ülke çapında yayınlanan ya da dağıtılan en az bir gazetede, Kurulun ve varsa ortaklığın kendi internet sitesinde ilan edilir”<sup>770</sup>. Bu şekilde pay sahipleri başta olmak üzere bütün kamuyu aydınlatma muhatapları teklif hakkında bilgilendirilmiş olur. Tebliğin m. 5/4. fıkrasında düzenleme bulan “Pay alım teklifi ile ilgili her türlü ilan, reklam ve duyurular bilgi formunda yer verilen bilgilerle tutarlı bir içerikte hazırlanır” hükmü ile kamuyu aydınlatıcı her türlü bilgi ve belgenin birbirine uygun içerikte oluşturulması ve ilgililere sunulmasının temini amaçlanmıştır.

Tebliğin m. 7/2. fıkrasına göre “Bilgi formu, pay alım teklifini yapan gerçek ve/veya tüzel kişiler ile yatırım kuruluşu yetkilileri tarafından birlikte imzalanır.” Dolayısıyla bu belgeden doğacak hukuki sorumluluğun muhatapları da bu kişiler olacaktır. SPK, yetkinin sorumluluğu getireceği bilinciyle söz konusu maddenin son fıkrasında “Bilgi formu Kurulca onaylandıktan sonra bu formda yer alan bilgilerin yanlış,

---

<sup>769</sup> Ekte ortaya konulan formata göre bilgi formunda;

- “Pay alım teklifine konu hedef ortaklığa ilişkin bilgiler,
- Pay alım teklifinde bulunan gerçek/tüzel kişiye ilişkin bilgiler,
- Hedef ortaklık ile pay alım teklifinde bulunacak kişilerin ilişkisi hakkında bilgiler,
- Zorunlu pay alım teklifini doğuran olay hakkında bilgi/ gönüllü pay alım teklifinin gerekçesi,
- Gönüllü pay alım teklifinin koşulları hakkında bilgiler,
- Pay alım teklifine konu paylara ilişkin bilgiler,
- Pay alım teklifi fiyatına ilişkin bilgiler”

yer almaktadır.

Örnek bir pay alım teklifi bilgi formu için bkz. Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt Ticaret A.Ş.’nin hedef ortaklık, “Eaton Industries XX Unlimited Company”nin pay alım teklifinde bulunan ortaklık olduğu pay alım teklifi bilgi formu (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/767357>).

<sup>770</sup> Pay alım teklifi bilgi formunun ilgili yatırım kuruluşunun internet sitesinde ilanının öngörülmemiş olmasının eleştirisi için bkz. **Türkyılmaz**, s. 125.

*yanıltıcı veya eksik olduğunun ortaya çıkması durumunda sorumluluk, teklifte bulunanlar ile bilgi formunu imzalayan yatırım kuruluşu yetkililerine aittir” açıklamasına yer vermiştir.*

Yalnız, Tebliğin 10/3. fıkrası “*Pay alım teklifinde yatırım kuruluşu kullanılmasının zorunlu olduğu durumlarda, bu madde uyarınca kamuya açıklanması gereken hususlar yatırım kuruluşu tarafından da kamuya açıklanabilir. Bu durumda da sorumluluk teklifte bulunana aittir.*” şeklindedir. Söz konusu düzenleme yatırım kuruluşunun sorumluluğunu ortadan kaldırmaya yönelik olsa da, SerPK m. 32’nin varlığı karşısında Tebliğ hükmüyle bu şekilde bir sınırlamanın yapılmış olması isabetli olmadığı gibi geçerli de değildir.

### **3- Birleşme ve Bölünme İşlemlerinde Hazırlanacak Duyuru Metinleri**

Şirketler iktisadi tercihleri doğrultusunda birleşme ve bölünme gibi yapısal değişiklik işlemlerine gidebilirler. Bu işlemler TTK’nın 134-194. maddeleri arasında tür değiştirme ile birlikte ayrıntılı şekilde ele alınmıştır. Bu hükümlerin yanı sıra taraflardan en az birinin halka açık anonim şirket olduğu birleşme ve bölünme işlemlerinde uyulacak usul ve esaslar SPK’nın “Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)”<sup>771</sup> ile düzenlenmiştir.

II-23.2 Tebliğinin uygulama alanına giren birleşme ve bölünme işlemlerinde TTK ve Tebliğle düzenlenen diğer işlemlere ek olarak bir de içeriği SPK tarafından belirlenen bir duyuru metni hazırlanması ve bu metnin Kurul tarafından onayı zorunluluğu öngörülmüştür (II-23.2 Tebliği m. 5). Birleşme ve bölünme işlemlerinin kamuyu aydınlatma ilkesi ile bağlantısı duyuru metni ve yine Tebliğde öngörülen ihraç belgesi düzenlenmesi zorunluluğu ile sağlanmaktadır<sup>772</sup>.

Birleşme veya bölünme işlemlerine başlanılabilmesi için söz konusu işlemlere taraf şirketlerin yönetim organlarının karar alması gereklidir (m. 5/2). Birleşme yahut bölünme işlemine tabi tutulan şirketin yönetim organı kararının alınmasını takiben birleşme işlemine ilişkin duyuru metninin onaylanması için bu Tebliğin (1) nolu ekinde, bölünme işlemine ilişkin duyuru metninin onaylanması için ise bu Tebliğin (2) nolu ekinde yer alan belgelerle Kurula başvurulması zorunludur (m. 5/3.)<sup>773</sup>. Duyuru metnine eklenecek belgeler arasında uzman kuruluş görüşü, birleşme raporu ve birleşme sözleşmesinin ve eğer gerekliyse yetkili makam izinlerinin mevcut olması, duyuru

---

<sup>771</sup> RG. 28.12.2013, S. 28865.

<sup>772</sup> **Kocaer, Ş.:** Şirket Yeniden Yapılandırılmaları, 3. Baskı, Ankara 2015, s. 198.

<sup>773</sup> Ayrıca, Kurula yapılacak başvuruda, varsa sermaye artırım ile esas sözleşme madde tadiline ilişkin yönetim organı kararlarının da sunulması gerekir.

metninin SPK tarafından onayının bu işlemlerden sonra gerçekleşeceği tespitin yapılmasına yol açmıştır<sup>774</sup>.

Tebliğin söz konusu 5. maddesinde, duyuru metninin onaylanmasının; duyuru metninde, birleşme veya bölünme sözleşmesi ile bölünme planında, birleşme veya bölünme raporunda ve değişim oranlarına dayanak teşkil eden uzman kuruluş görüşünde yer alan bilgilerin doğru olduğunun SPK tarafından tekeffülü anlamına gelmediği düzenlenmiştir (m. 5/1). Bununla birlikte, aynı fıkra duyuru metinleri ve Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen diğer belgeler için Kanunun 32. maddesinde yer alan sorumluluk hükümlerinin uygulanacağına yönelik açıklayıcı bir yollama yapılmıştır.

Kurul düzenlemelerinin kapsamındaki birleşme ve bölünme işlemlerinin en az bir tarafının halka açık anonim şirketler olması kamunun aydınlatılması ile ilgili farklı hususları da gündeme getirmektedir. Bunlardan biri II-23.2 Tebliğinin “*Kamunun aydınlatılması*” kenar başlıklı 8. maddesinde öngörülen esaslardır. Bu düzenlemeye göre, birleşme ve bölünme işlemlerinde, bazı hususların<sup>775</sup> ilgili bilgi ve belgelerle birlikte, Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde, işleme taraf şirketlerden en az birinin paylarının borsada işlem görmesi hâlinde KAP ve ilgili şirketlerin internet sitelerinde, payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar için ise Kurulun ve ilgili ortaklıkların varsa internet sitelerinde kamuya açıklanması gereklidir (m. 8/1). Ayrıca, birtakım belgelerin<sup>776</sup> ise birleşme veya bölünme işleminin onaylanacağı genel kurul toplantı tarihinden en az 30 gün önce, işleme taraf şirketlerden en az birinin paylarının borsada işlem görmesi hâlinde KAP ve ilgili şirketlerin internet sitelerinde; payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar için ise Kurulun ve varsa ilgili

---

<sup>774</sup> Kocaer, s. 198.

<sup>775</sup> “a) Birleşme veya bölünme işlemine ilişkin yönetim organı kararı alınması,  
b) Birleşme veya bölünme işlemine ilişkin olarak Kurula başvurularda bulunulması,  
c) Uzman kuruluş görüşünün imzalanması,  
ç) Birleşme veya bölünme sözleşmesi veyahut bölünme planının imzalanması,  
d) Birleşme veya bölünme raporunun hazırlanması.”.

<sup>776</sup> “a) Kurul tarafından onaylanan duyuru metni,  
b) Birleşme sözleşmesi veya bölünme sözleşmesi veya planı,  
c) Birleşme veya bölünme raporu,  
ç) Son üç yıllık finansal raporları,  
d) Uzman kuruluş raporu,  
e) Birleşme sonrası tahmini açılış bilançosu,  
f) Varsa son üç yıllık bağımsız denetim raporları,  
g) Varsa ara dönem finansal raporları,  
ğ) Varsa gayrimenkul değerlendirme raporları”.



ortaklıkların internet sitelerinde kamuya açıklanması gerekli görülmüştür (m. 8/2). Yukarıda açıklanan birinci ve ikinci fıkralar uyarınca açıklanan bilgi ve belgelerin ilgili şirketlerin internet sitelerinde en az 5 yıl süreyle bulundurulması zorunludur (m. 8/3).

Yeri gelmişken belirtelim ki, birleşme ve bölünme işlemlerinin kamuyu aydınlatma ile bir diğer kesişim noktası izahname ve ihraç belgesi düzenlenmesi hususundadır. SPK, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinde (II-5.1) yer verilen izahname hazırlama yükümlülüğünden muafiyetler ile izahname hazırlanmasını gerektirmeyen durumlar arasında II-23.2 Tebliğinin kapsamındaki birleşme ve bölünme işlemlerini göz önünde bulundurmuştur. II-5.1 Tebliğinde “*Kamuyu aydınlatma amacıyla, gerekli bilgileri içeren ve örneği Kurulca belirlenen bir duyuru metninin ilan edilmesi şartıyla, Kurulun birleşme ve bölünme işlemlerine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde birleşme, devir, bölünme, aktifin bir kısmının aynı sermaye olarak konulması veyahut pay değişimi nedeniyle çıkarılan sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmesi durumunda ihraççı veya halka arz eden izahname hazırlama yükümlülüğünden muaf olduğunu*” (m. 6/1.ç); “*Kamuyu aydınlatma amacıyla, gerekli bilgileri içeren ve örneği Kurulca belirlenen bir duyuru metninin ilan edilmesi şartıyla, Kurulun birleşme ve bölünme işlemlerine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde birleşme, devir, bölünme, aktifin bir kısmının aynı sermaye olarak konulması veyahut pay değişimi nedeniyle sermaye piyasası araçlarının çıkarılması durumunda izahname hazırlanmasına gerek olmadığı*”nı (m. 6/2.ç) hükme bağlamıştır. Dikkat edilecek olursa, II-5.1 Tebliğinin söz konusu iki hükmünde de duyuru metninin kamuyu aydınlatma amacıyla hazırlandığı açıkça belirtilmiştir.

SPK, Tebliğin 20. maddesinde, birleşme sözleşmesinin ya da bölünme sözleşmesi veya planının onaylandığı genel kurul toplantılarını; kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemlerinde ise birleşmeye ilişkin Kurul onayını takip eden altı iş günü içerisinde bu maddenin ikinci fıkrasında belirtilen durumlarda 8 numaralı ekteki belgelerle birlikte ihraç belgesi verilmesi amacıyla Kurula başvurulması zorunluluğunu öngörmüştür. Bu düzenlemede ayrıca Kurula sunulan bilgi ve belgeler SerPK’nın amaç ve ilkeleri çerçevesinde incelenerek belirli durumlar<sup>777</sup> için ihraç belgesi verilmesi öngörülmüştür (m. 20/2).

<sup>777</sup> “a) Devralma şeklinde birleşme işleminde, ihraç edilecek paylar ile devralan şirketin Kanun kapsamında bulunmaması halinde birleşme öncesi sermayesini temsil eden mevcut payları,

b) Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde, birleşme neticesinde kurulacak olan yeni ortaklığın payları,

c) Halka açık ortaklıkların taraf olduğu tam bölünme işleminde, mal varlığı unsurlarını devralan ortaklık ya da ortaklıkların mevcut payları ile ihraç edilecek yeni payları,

En az bir tarafı halka açık anonim şirket olan birleşme ve bölünme işlemlerinde kamuyu aydınlatma muhataplarının bu şekilde bilgilendirilmesi menfaat kitlesi geniş olan bu tür şirketlerde söz konusu işlemlere ilişkin sürecin şeffaflığına hizmet etmektedir.

#### **4- Kanunda Açıkça Belirtilmemekle Birlikte Niteliği Gereği Kamuyu Aydınlatma Belgesi Olarak Görülebilecek Belgeler**

Kamuyu aydınlatma belgelerinin incelenmesine ayrılan bu bölümün başlangıcında da ifade edildiği üzere, kanun koyucu “kamuyu aydınlatma belgesi” kavramını yalnızca bu ad altında açıkça düzenlediği belgelerle sınırlandırmamıştır. SerPK m. 32/1 çerçevesinde şirket ve/veya sermaye piyasası araçları hakkında kamuyu aydınlatma amacına yönelik ve muhatapların tercihlerine etki edecek bilgi sunan diğer belgeler de taşıdığı özellikler gereği kamuyu aydınlatma belgesi olarak nitelendirilebilir. Bu şekilde kamuyu aydınlatma belgelerinin kavramsal özü ile uyumlu görülebilecek belgeler olarak “ihraç belgesi”, “halka arzlarda düzenlenen izahname dışındaki diğer aydınlatıcı belgeler”, “denetim raporu”, “derecelendirme raporları”, “değerleme raporu”, “kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu” ve “paya dayalı kitle fonlaması işlemlerine ilişkin bilgi formu” gösterilebilir.

Kanunda açıkça sayılmamakla birlikte kamuyu aydınlatma belgesi olarak kabulü mümkün olan belgelerden öne çıkanlar bu şekilde olmakla birlikte, bu niteliği SerPK m. 32’de zikredilmeyen belgelerin de burada incelenenlerle sınırlı olmadıkları gözden uzak tutulmamalıdır. Bu noktada, SerPK m. 32/1. fıkrasında kamuyu aydınlatma belgelerinin ucunun açık bırakıldığı<sup>778</sup> dikkate alınmalıdır<sup>779</sup>. Dolayısıyla şu an için kamuyu aydınlatma belgelerinin anılan maddede sayılan belgelerle sınırlı olmadığı, gelecekte yürürlüğe konulacak yeni düzenlemeler çerçevesinde oluşturulacak belgelerin de bu kapsama alınabilmesinin mümkün olduğu sonucuna varılabilir.

#### **A- İhraç Belgesi**

Sermaye piyasasında fon akışını gerçekleştirme vasıtası olan sermaye piyasası araçlarının ihracında ihraççılar tarafından çıkarılan araçların halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışının söz konusu olduğu daha önce de vurgulanmıştır (SerPK m.

---

ç) Halka açık ortaklıkların taraf olduğu ortaklara pay devri modeliyle kısmi bölünme işleminde, mal varlığı unsurlarını devralan ortaklık ya da ortaklıkların mevcut payları ile ihraç edilecek yeni payları, için”.

<sup>778</sup> “...gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerini...”.

<sup>779</sup> Bkz. İkinci Bölüm-I-“Kamuyu Aydınlatma Belgesi” Kavramı ve Unsurları”.

3/1.ğ). Bu ayırım çerçevesinde kamuyu aydınlatma ilkesinin kendisini baskın olarak gösterdiği durum halka arz olmakla birlikte halka arzın söz konusu olmadığı ihraçlarda da (*private placement*) piyasa tamamıyla kendi işleyişine terk edilmiş değildir. Kanun koyucu, bu tür durumlarda halka arz edilmeksizin ihraç olunacak araçların niteliği ve satış şartları hakkında bilgileri içeren ihraç belgesinin hazırlanmasını ve SPK tarafından Kanunun 6. maddesinde yer alan esaslar çerçevesinde onaylanmasını zorunlu tutmuştur.

İhraç belgesi, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinde (II-5.1) “*Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde duyuru metni hazırlanan sermaye piyasası aracı ihraçları hariç olmak üzere ihraççıların izahname hazırlanmaksızın gerçekleştireceği her türlü sermaye piyasası aracı ihracında, çıkarılacak sermaye piyasası araçlarının niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içeren belge*” olarak tanımlanmıştır (m. 4/1.ğ).

II-5.1 Tebliğinin 5/2. fıkrası çerçevesinde;

“(a) *Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda,*

(b) *Yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya*

(c) *Bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde duyuru metni hazırlanan sermaye piyasası aracı ihraçları hariç olmak üzere ihraççıların izahname hazırlanmaksızın gerçekleştireceği her türlü sermaye piyasası aracı ihracında*”

ihraç belgesinin hazırlanması ve bu belgenin Kurulca onaylanması zorunludur.

İhraç belgesinin düzenlenme gerekçesi olan ana hususu oluşturan halka arz edilmeksizin satış şekillerinde (tahsisli satış ve nitelikli yatırımcılara satış) izahname hazırlanması mecburiyeti yoktur. Burada genel bir çağrı sonucunda gerçekleştirilen satış değil yapılan anlaşma çerçevesinde sermaye piyasası aracının doğrudan belirli bireysel ya da kurumsal yatırımcılara satışı söz konusu olmaktadır. Bu yüzden de izahname çapında bir belgenin hazırlanmasına gerek görülmemiştir. Halka arzsız ihracın anlaşılmasına yarayacak düzenlemeler SPK’nın “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)”nde<sup>780</sup> yer bulmuştur.

Tahsisli satışta, sermaye piyasası araçlarının doğrudan yurt dışında ve/veya yurt içinde yerleşik kişilere borsa dışında tahsisli olarak ya da borsada toptan satışı söz konusudur (II-5.2 Tebliği m. 4/1.ö).

---

<sup>780</sup> RG. 28.06.2013, S. 28691.

Nitelikli yatırımcılara satışın gerçekleştirildiği alıcı kitlesi ise yine bu Tebliğde tanımlanmıştır. Söz konusu tanıma göre nitelikli yatırımcı (*qualified investors*, *Qualifizierte Anleger*), “Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşterileri” ifade eder (m. 4/1.m). Bu kavramlarda esas alınan “profesyonel müşteri”lerin kimler olduğu ise “Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1)”in 29-33. maddeleri çerçevesinde belirlenir. Bu kişilerin bilgi ve uzmanlık düzeyleri ile bilgiye ulaşma kapasitelerinin yüksekliği dolayısıyla bu kişilere yapılan ihraçlarda izahname aracılığıyla korunmalarına ihtiyaç olmadığı düşünülmektedir<sup>781</sup>. Son olarak belirtelim ki, tahsisli satış ile nitelikli yatırımcılara satışın ortak özelliği halka arzın söz konusu olmadan sermaye piyasası araçlarının satışı noktasında iken farkları ise satış yapılan yatırımcının niteliği ve alıcıların satış öncesinde bilinip bilinmediği hususundadır<sup>782</sup>.

İhraç belgesi düzenlenmesi zorunluluğunun söz konusu olduğu ikinci kategoride SPK’nın sermaye piyasası araçlarının yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarında da ihraç belgesi düzenlenmesini zorunlu kılması yer almaktadır. Burada aslında ihraç kararı Türkiye’de alınan fakat satışı yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlar düzenleme konusu yapılmıştır<sup>783</sup>.

Üçüncü ve son kategori olarak ifade edilen grupta ise esasen II-5.1 Tebliği kapsamında olup izahname düzenlenmesinin gerekli görülmediği istisnai hâller söz konusudur. Bunların bir kısmı halka arz niteliğinde olmamakla birlikte bir kısmı teorik anlamda halka arz kapsamına girmesine rağmen izahname düzenlenmesinden muafiyetin olduğu hâllerdir (m. 6)<sup>784</sup>. Ancak, bunlar arasından yalnızca duyuru metni hazırlanmayan hâller esas alınmıştır. SPK bu tür durumlarda tamamen boşluk doğmaması için bu şekilde bir ara çözümü benimsemiştir.

İhraç belgesinin içeriği konusunda ise II-5.1 Tebliği m. 12 yol göstericidir. Bu düzenlemeye göre “*çıkartılacak sermaye piyasası araçlarının nitelikleri ve satış şartları hakkında genel bilgileri içerecek, yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve değerlendirilebilecek şekilde hazırlanır*”. Bu noktada ayrıca SPK tarafından yayımlanan

---

<sup>781</sup> **Veil**, s. 290.

<sup>782</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 550.

<sup>783</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 562.

<sup>784</sup> II-5.1 Tebliği ile bu tür durumlarda ihraç belgesi hazırlanması zorunluluğu öngörülmesinin ihraç belgesinin kapsamının SerPK m. 11/1. fıkrasında ortaya konulan sınırlarını aştığı hakkında bkz. **Manavgat**, HAAO, s. 568.

ve “atipik/adsız düzenleyici işlemler” kategorisi içerisinde yer aldığını kabul ettiğimiz izahname ve ihraç belgesi format ile kılavuzları mevcuttur<sup>785</sup>.

İhraç belgesi, SerPK m. 32’de kamuyu aydınlatma belgeleri arasında sayılmamış olsa da, bu belgenin, niteliği gereği kamuyu aydınlatma belgesi sayılıp sayılamayacağı da gerekçeli olarak değerlendirilmelidir.

İlk olarak, kanun koyucunun SerPK m. 32’de ihraç belgesini zikretmemesinin bilinçli bir tercih olup olmadığı sorusu akla gelmektedir. Gerçekten, ihraç belgesinin bu düzenleme içinde açıkça zikredilmemesinin bu belgeyi kamuyu aydınlatma belgesi saymamak için mi yoksa bir unutkanlık eseri mi olduğunu tespit etmek güçtür. Kanunun gerekçesinde de bu yönde bir açıklama yer almamaktadır.

İhraç belgesine ilişkin SerPK m. 11’de bu belgenin onayı açısından 6. maddeye, hukuki sorumluluk açısından ise 32. maddeye yasa içi yollama yapılması (m.11/1,3) iki farklı bakış açısıyla değerlendirmeye açıktır. Bir taraftan ihraç belgesinin özel olarak 32. maddeye tabi kılınması gerekliliğinin hissedilmesi bu belgenin kamuyu aydınlatma belgesi kategorisi içinde düşünülmediğini akla getirmektedir. Diğer taraftan, 32. maddede ihraç belgesinin sayılmaması bilinçli bir tercih olmayıp unutulmuş ise 11. maddede sorumluluk konusunda yasa boşluğu doğmaması için 32. maddenin uygulanıp uygulanmaması konusunda sessiz kalınmaması normaldir. Ayrıca, kanun koyucunun, ihraç belgesinden sorumluluğu 32. maddeye tabi kılması, bu belgenin niteliğinin anılan maddeye uygun görüldüğüne karine teşkil edebilir.

Yukarıda açıklanandan farklı bir bakış açısıyla ise ihraç belgesi, kamuyu aydınlatma ihtiyacının halka arza göre daha zayıf olduğu durumlarda düzenlense de, yine de muhataplarını aydınlatıcı bir işleve sahiptir. Bu muhataplar başlangıçta sınırları daha belirli bir kitle olsa da, ihracın tamamlanması sonrasında ilgili sermaye piyasası aracı

<sup>785</sup> Bkz.<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=12&pid=0&suid=12&submenuheader=0> (20.07.2018). Bkz. İkinci Bölüm-III-4-“İzahnamenin İçeriği ve Şekli”.

Örneğin, paylar için hazırlanan ihraç belgesinde matbu olarak yer verilen bir açıklamaya ek olarak şirket tarafından aşağıdaki bilgilerin verilmesi ile yetinilmiştir:

“- İhraççının Ticaret Unvanı,

- İhraççının Bağlı Bulunduğu Ticaret Sicil Müdürlüğü ve Ticaret Sicil Numarası,

- İhraca İlişkin Yetkili Organ Kararı/Karar Tarihi, İhraççının Mevcut Sermayesi,

- (Varsa) İhraca Aracılık Eden Aracı Kuruluşun Ticaret Unvanı,

- İhraç Edilecek Sermaye Piyasası Aracının Türü,

- Satışın Gerçekleştirileceği Yer, Satış Yöntemi,

- İhraç Edilecek Sermaye Piyasası Aracının Satış Fiyatı (1 TL nominal değer için),

- İhraç Edilecek Sermaye Piyasası Aracının Toplam Nominal Değeri,

- İhraç Edilecek Sermaye Piyasası Aracına İlişkin Satın Alma Taahhütnamesi Verilip Verilmediği,

- (Varsa) Satın Alma Taahhütnamesi Verenlere İlişkin Bilgi”.

üzerinde işlem yapmak isteyen üçüncü kişilerin de bu belgeyi göz önüne aldığı durumlar söz konusu olabilir. Keza kamuyu aydınlatma ilkesinin bir diğer muhatabı olarak halka arzsız ihraca konu edilmeyen mevcut sermaye piyasası araçlarının sahipleri de şirketin ihrac işlemi hakkında bu belge sayesinde bilgi edinme olanağına kavuşurlar.

SPK, ihrac belgesinin tanımında bu özelliğe açıkça yer vermiş olmasa da, II-5.1 Tebliğinin 26/1. fıkrasında dolaylı da olsa bu düşünceyi yansıtmıştır. Bu düzenlemeye göre “*İzahname, ihrac belgesi, tertip ihrac belgesi ve satışla ilgili diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk için Kanunun 10 uncu, 32 nci ve 63 üncü maddelerinde yer alan hükümler uygulanır.*”. Söz konusu düzenlemede kullanılan ifadeden ihrac belgesinin satışla ilgili kamuyu aydınlatma belgesi olarak görüldüğü sonucuna varılabilir.

Sonuç olarak, yukarıda açıklanan gerekçeler ve özellikle de varoluş sebebi dikkate alındığında ihrac belgesinin niteliği gereği bir kamuyu aydınlatma belgesi olduğu kabul edilmelidir. Nitekim, öğretide şimdiye kadar ifade edilen görüşlerde de ihrac belgesinin bir kamuyu aydınlatma belgesi olduğundan şüphe duyulmamıştır<sup>786</sup>. Yalnız, izahnameye göre daha dar bir kitleye yönelik olması dolayısıyla ihrac belgesinin kamuyu aydınlatma işlevinin daha sınırlı olduğu göz önünde bulundurulmalıdır<sup>787</sup>.

Görüldüğü üzere, ihrac belgesinin onayı sürecinde izahnameye ilişkin hükümlere yollama yapıldığı için bu başlık altında ayrıca incelenmesi tercih edilmemiştir. Ayrıca belirtelim ki, SerPK m. 9 ile izahnameye tanınan fakat ihrac belgesi için öngörülmeyen oniki aylık geçerlilik süresi II-5.1 Tebliği m. 18 ile ihrac belgesine de tanınmıştır<sup>788</sup>. Bunun dışında, yukarıda izahname ile ilgili yapılan açıklamaların ihrac belgesi için de geçerli olacağının kabulü gerekir.

## **B- İhraçlarda Düzenlenen İzahname ve İhraç Belgesi Dışındaki Aydınlatıcı Belgeler**

Sermaye piyasası araçlarının ihracında ihracın halka arz niteliğinde olup olmadığına göre izahname ya da ihrac belgesi düzenlenmekle birlikte kamuyu aydınlatıcı başka belgelerin düzenlenip kamuya sunulması söz konusu olabilmektedir. Özellikle

<sup>786</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 477, 549; **Kara**, s. 139.

<sup>787</sup> **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 26.

<sup>788</sup> “*Yatırım kuruluşu varant ve sertifikaları da dahil olmak üzere, ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarının yurt içinde halka arz edilmeksizin satılacak ya da yurt dışında ihrac edilecek olması durumunda ihrac tavanını içeren ihrac belgesi, bu belgenin onaylanmasının kararlaştırıldığı Kurul karar tarihinden itibaren bir yıllık süre içerisinde yapılacak ihraclar için geçerlidir.*”.

halka arzlarda araçların satın alınması için genel bir çağrının söz konusu olması, tanıtıcı faaliyetlerin önemini artırmaktadır. Bu faaliyetlerde adi mal ve hizmetlerin pazarlanması süreçlerinden farklı şekilde, ihtiyaçlara uygun esaslar çerçevesinde hareket edilir. Potansiyel alıcılara ulaşılması, kanun koyucunun ve yetkili kamu otoritesinin izin verdiği çerçevede mümkün olabilmektedir. Bu bağlamda karşımıza çıkabilecek belgeler ise halka arzlarda düzenlenen izahname dışındaki diğer aydınlatıcı belgelerdir<sup>789</sup>.

#### **a- Türk Ticaret Kanununa Göre**

Sermaye piyasası araçlarının ihracında izahname ve ihraç belgesi dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinin neler olabileceği konusunda TTK'nın bazı bilgi ve belgelerden hukuki sorumluluğun düzenlendiği ve çalışmanın üçüncü bölümünde ayrıca değinilecek olan 549. maddesinden yararlanılabilir<sup>790</sup>. Bu düzenlemede izahnamenin yanı sıra “*menkul kıymet çıkarma gibi işlemlerle ilgili belgelerin*” de sorumluluğa yol açabileceği hükme bağlanmıştır. Hükümün gerekçesinde yalnızca “*Hükümde sadece izahname anılmış olmasına rağmen halka açılmayla ilgili her türlü belge hükmün kapsamındadır.*” ifadesine yer verilmiş olup<sup>791</sup> menkul kıymet çıkarma gibi işlemlerle ilgili belgelerin neler olabileceği konusunda hükmün gerekçesinde herhangi bir açıklama yoktur.

TTK m. 549'un mehzazını İsviçre Borçlar Kanununun (*Obligationenrecht, OR*) yakın zamanda yürürlükten kaldırılan 752. maddesi oluşturmaktadır. Bu düzenlemede belirtilen diğer bilgi ve belge türlerine ek olarak, izahnamelerin veya benzeri bildirilerin (*Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen*) hükmün kapsamında olduğu düzenlenmiştir. İsviçre öğretisinde bu hüküm çerçevesinde zikredilen izahname benzeri bildiri ve belgeler olarak, izahname özetlerinin (*Kurzprospekte*), ilân metinlerinin (*Werbeschreiben*), reklam spotlarının (*Werbespots*), internet siteleri ile birçok kişiye birden halka arz dolayısıyla gönderilen e-maillerin, sözlü beyanatların (*mündliche Äußerungen*), belirli yatırımcılara doğrudan gönderilen bilgilendirme mektuplarının ve e-

---

<sup>789</sup> Bu kategori “*halka arzdaki diğer ek aydınlatma kaynakları*” olarak da ifade edilmiştir (Adıgüzel, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 25).

<sup>790</sup> “*Şirketin kuruluşu, sermayesinin artırılması ve azaltılması ile birleşme, bölünme, tür değiştirme ve menkul kıymet çıkarma gibi işlemlerle ilgili belgelerin, izahnamelerin, taahhütlerin, beyanların ve garantilerin yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından ve diğer kanuna aykırılıklardan doğan zararlardan, belgeleri düzenleyenler veya beyanları yapanlar ile kusurlarının varlığı hâlinde bunlara katılanlar sorumludur*”.

<sup>791</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 549.

maillerin bu kapsamda olduğu ifade edilmiştir<sup>792</sup>. Bu tür belgelerin içerdiği bilgiler halka arz sisteminin üzerine kurulduğu izahname kadar ön planda olmasa da, ondan daha önemsiz de kabul edilmemelidir<sup>793</sup>. Hatta, fiili durumda zaman zaman içerdikleri kısa ve özet niteliğindeki çarpıcı bilgilerle yatırımcılar üzerinde etki güçleri izahnameden daha fazla olabilmektedir. Bu tür belgeler, esasen ihraççı ve ihraca katılan diğer kişiler hakkında muhtemel alıcılara ihraç hakkında bilgi sunan ve bu kişilere karşı tıpkı izahname gibi açıklama ve bir anlamda reklam işlevi görecek belgelerin tamamıdır<sup>794</sup>.

OR 752’de sorumluluk hükmüne bağlanan ihraç izahnamesi (*Emissionsprospekten*) olduğundan sermaye piyasası araçlarının Borsa’da işlem görmesi için düzenlenen izahnamenin (*Kotierungsprospekt, Börsenprospekt*) de izahname benzeri belgeler kategorisine dahil olarak yine bu maddenin kapsamında olduğu ifade edilmişti<sup>795</sup>. Türk hukukunda yer alan sorumluluk hükümlerinde halka arz dolayısıyla düzenlenen izahname ile Borsa’da işlem görme için düzenlenen izahname arasında bu açıdan herhangi bir özel belirleme söz konusu olmadığından ikisinin de aynı kapsamda olduğunda zaten şüphe bulunmamaktadır.

## **b- Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre**

### **aa- İlân ve Reklamlar**

SerPK’ya bakıldığında, izahname ve ihraç belgesi benzeri belgelerin zikredilmediği ancak “*ihraca ilişkin ilan, reklam ve açıklamalar*”dan bahsedildiği görülmektedir. Kanunun m. 7/3. fıkrası “*İhraca ilişkin ilan, reklam ve açıklamalar izahname ile tutarlı olmalı, gerçeğe aykırı, abartılmış ve yanıltıcı bilgiler içermemelidir*” hükmünü içermektedir. Bu düzenlemeye aykırılık, ilgililerin hukuki, idari ve cezai sorumluluklarını doğurur (SerPK m. 100). Ayrıca, ihraç sürecine ilişkin diğer hususlarda olduğu gibi ihraca ilişkin ilân ve reklamlar konusunda da Kanunun 5. maddesi ile SPK’ya düzenleme yapma yetkisi tanınmıştır.

SPK, değişik ikincil düzenlemelerinde ihraca dair ilân ve reklamlara ilişkin esaslara yer vermiştir. Bunlar arasında SPK’nın 1985 tarihli Seri:VIII No:11 sayılı “Menkul Kıymetleri Halka Arzedilmiş Anonim Şirketlerle Menkul Kıymet Alım Satımı

<sup>792</sup> Roberto/Wegmann, s. 162; Wieneke, s. 109.

<sup>793</sup> Wieneke, s. 109.

<sup>794</sup> Noth/Grob, s. 1439, 1440.

<sup>795</sup> Noth/Grob, s. 1440.



ile Uğraşan Kuruluşların İlân ve Reklamlarında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ”i hâlen yürürlüktedir<sup>796</sup>.

Konuyla ilgili bir diğer önemli düzenleme “İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1)”dir. Bu Tebliğin “*Tanıtım ve reklamlar*” kenar başlıklı ve son derece kapsamlı olan 27. maddesinde tanıtım faaliyeti ve reklamlarda aranan birtakım nitelikler ile bunların yapılış usul ve esasları hükme bağlanmıştır.

“Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)”nde ise “*Sermaye piyasası araçlarının satış süresinin sona ermesini izleyen on iş günü içinde ihraççı veya halka arz eden ilan ve reklamların yayımlandığı yazılı basın araçlarının ilgili sayfaları ile görsel yayın kayıtlarının birer örneğini Kurula göndermekle yükümlüdür. Bu yükümlülükler, yetkili kuruluş tarafından yerine getirilebilir.*” hükmü yer almaktadır (m. 24/3). Bu hüküm de SPK’nın ihraç sürecindeki ilân ve reklamları denetim yetkisini kullanabilmesi olanağını kuvvetlendiren bir düzenleme niteliğindedir.

Görülebileceği üzere, her iki Tebliğin yukarıda bahsedilen iki ayrı maddesinde herhangi bir özel belge türü belirtilmemiştir. Ancak, yapılan tanıtıcı faaliyet ve reklamların yukarıda aktarılan ve HMK’nın 199. maddesinde düzenlenen “*Uyuşmazlık konusu vakıaları ispata elverişli yazılı veya basılı metin, senet, çizim, plan, kroki, fotoğraf, film, görüntü veya ses kaydı gibi veriler ile elektronik ortamdaki veriler ve bunlara benzer bilgi taşıyıcıları bu Kanuna göre belgedir*” şeklindeki tanıma uyacak her türlü şey kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde görülmeye elverişlidir. İlân ve reklamların esasında bilgilendirme aracı olarak değil niteliklerine uygun şekilde

---

<sup>796</sup> RG. 27.12.1985, S. 18971. Bu Tebliğin 3. maddesine göre ilân ve reklam metinlerinin taşınması gereken temel nitelikler şu şekildedir:

“İlan ve reklam metinlerinin aşağıdaki nitelikleri taşınması gerekir:

- a) İşin gerektirdiği ciddilikte olması,
- b) Aşırı giderlere yol açmaması,
- c) Abartılmış, hissi, gerçeğe uymayan, halkı aldatıcı ve yanıltıcı, bilgi ve tecrübe noksanlıklarını istismar edici söz, görüntü ve bilgi unsurlarını ihtiva etmemesi, halkı doğru aydınlatma amacına yönelik olması,
- d) Halka sunulan menkul kıymetlerin ve hizmetlerin gerçek niteliğini; fiyat, getiri ve ücretlerini ve menkul kıymetlerin satış şartlarına ilişkin bilgileri hiçbir yanlış anlamaya yer vermeyecek biçimde açıkça belirtmesi,
- e) İlan ve reklamı veren ilgilinin yapabileceği iş ve hizmetler konusunda halka duyurmak istediği faaliyetin gerçekleştirilebilir nitelikte olması,
- f) Menkul kıymetlerin halka arzı yoluyla yapılacak satışlara ait ilan ve reklamların, izahname ve sirküler dışındaki bilgileri taşımaması ve halkı yanlış yönlendirmemesi,
- g) Yazılı ilan metinlerinde; ilan ve reklamı veren kuruluşun nominal ve ödenmiş sermayesi ile iş merkezi adresinin ve telefon numaralarının gösterilmesi.”.

kapsamları belirlenerek duyuru aracı olarak kullanılmaları gerekir<sup>797</sup>. Ancak, içeriğinde bilgi verilmesinin kaçınılmaz olması ile aldatıcı<sup>798</sup> ve hileli işlem ve eylemlerde reklamların çok etkili birer araç olarak kullanılmış olmasından edinilen tecrübeler ışığında kamuyu aydınlatma belgesi kapsamında değerlendirilmesi isabetli olacaktır.

#### **bb- Duyuru Metni**

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğine göre izahname hazırlanması gerekmeyen hâller ile izahname hazırlanmasından muafiyet hâllerinin bazılarında düzenlenmesi öngörülen “duyuru metni” de kamuyu aydınlatma belgesidir. Bu belgenin düzenlendiği hâllerden biri yukarıda açıklanan ve taraflarından en az birinin halka açık anonim şirket olduğu birleşme ve bölünme işlemleridir (II-5.1 Tebliği m. 6/1.ç, 6/2.ç)<sup>799</sup>. Buna ek olarak, aynı Tebliğin 6/3. fıkrasına göre, toplam satış bedeli beş milyon TL’nin altında kalan sermaye piyasası aracı halka arzlarında da izahname değil duyuru metni hazırlanması gerekmektedir. Yalnız, ilk pay halka arzında bu hükmün uygulanmaması kabul edilmiştir (m. 6/3). Duyuru metninin ilânına izahnamenin ilânına ilişkin hükümlerin uygulanması kabul edilmiştir (m. 29/2). SPK’nın bu tür durumlarda izahname düzenlenmemesinden doğacak boşluğun ilgililerin zararına yol açmasını önleme amaçlı olarak duyuru metni düzenlemesini öngördüğü anlaşılmaktadır. Bu bağlamda, “duyuru metni” de bir kamuyu aydınlatma belgesi olarak kabul edilmelidir<sup>800</sup>.

#### **cc- Tasarruf Sahipleri Satış Duyurusu**

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinde düzenlenen bir diğer duyuru metni tasarruf sahipleri satış duyurusudur. Tebliğin m. 15/1. fıkrasına göre “*Sermaye artırımı ve*

<sup>797</sup> **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 157, dpn. 20a.; **İhtiyar**, s. 144, 145; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 60.

<sup>798</sup> SPK’nın yukarıda belirtilen Seri:VIII No:11 sayılı “Menkul Kıymetleri Halka Arzedilmiş Anonim Şirketlerle Menkul Kıymet Alım Satımı ile Uğraşan Kuruluşların İlân ve Reklamlarında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ”in 4. maddesine göre “*Aldatıcılık, abartıcılık ve yanıltıcılıktan maksat; mevzuatın izin vermediği vaadler ve taahhütlerde bulunulması; objektif esaslara dayanmayan veya gerçeğe aykırı bilgi verilmesi; sağlıklı bir karar alınması için duyurulmasında zorunluluk olan bilgilerin gizlenmesi; bir şirket veya kuruluşun verimliliği, kârlılığı, mali durumu veya bir menkul kıymetin değerini etkileyecek hususlar hakkında gerçekte bağdaşmayan ifadeler kullanılması ve bu izlenimi yaratan yazım, resimleme ve görüntü tarzları ve benzerleridir.*”

“Aldatıcı reklamlar” hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Göle, C.:** Ticaret Hukuku Açısından Aldatıcı Reklamlara Karşı Tüketicinin Korunması, Ankara 1983, s. 47-108.

<sup>799</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. İkinci Bölüm-VI-3-“Birleşme ve Bölünme İşlemlerinde Hazırlanacak Duyuru Metinleri”.

<sup>800</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 569.

*ortakların mevcut paylarının satışı yoluyla halka açılacak ortaklıklar ile halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların satışına veya yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa halka arz edilecek paylara ilişkin tasarruf sahiplerine satış duyurusunun hazırlanması ve bu duyurunun Kurulca onaylanması zorunludur.”. Anılan maddenin ikinci fıkrasında, bu duyurunun yayımı zorunluluğunun istisnası, üçüncü fıkrasında ise bu duyurudaki değişikliklere Tebliğin izahnamedeki değişikliklere ilişkin 24. maddesinin uygulanması gerekliliği hükme bağlanmıştır.*

Pay Tebliği’nin 23. maddesinde;

(i) ortaklıkların sermaye artırımında, yeni pay alma haklarının kullanımından sonra kalan payların veya

(ii) yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa artırılan sermayeyi temsil eden payların ya da

(iii) ortakların mevcut paylarının

halka arzından önce tasarruf sahiplerine satış duyurusunun ilan edilmesinin zorunlu olduğu kabul edilmiştir (m. 23/1). Kurulca onaylanan tasarruf sahiplerine satış duyurusunun, Kurulun izahname hazırlanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ilânı öngörülmüştür.

Bu çerçevede, kamuyu aydınlatmaya yönelik olarak hazırlandığı açık olan tasarruf sahipleri satış duyurusunun da kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olduğundan şüphe duyulmamalıdır<sup>801</sup>.

#### **dd- Sirküler, Arz Programı Sirküleri ve Arz Programı İzahnamesi**

Sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecinde öteden beri kullanılan bir diğer belge, izahnamede yer alan bilgileri özetleyen sirkülerdir. 2499 sayılı SerPK’nın yürürlükte olduğu dönemde sirküler izahnamenin özeti niteliğinde bir belge olarak değerlendirilmiş<sup>802</sup> ve öz itibarıyla halkı izahname konusu araçları satın almaya davet eden bir duyuru aracı şeklinde görülmüştür<sup>803</sup>. Ancak, bu dönemde dahi sirkülerin

<sup>801</sup> Aynı yönde Uçar, s. 79-81.

<sup>802</sup> Özkorkut, K.: Türk Hukukunda Depo Sertifikaları, İstanbul 2003, s. 137; Yanlı, TTK Tasarısında Kamunun Aydınlatılması, s. 161.

<sup>803</sup> Kabaalioglu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 172; Yıldız Destanoğlu, s. 104, 105; Demir, Kamuyu Aydınlatma, s. 56; Ayoğlu, Halka Arz, s. 128; İhtiyar, s. 140; Mutlu Uşaklı, 2010, s. 142.

izahnamenin yerini tutabilecek kapsamda bir belge olmadığı; “haber” ve “davet” işlevi gördüğü de ifade edilmiştir<sup>804</sup>.

2499 sayılı SerPK’nın 6. maddesinde “*Halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti*”ni yapmaya yaradığı belirtilen ve Kanunun 7. maddesinin ikinci fıkrasında izahname ile birlikte hukuki sorumluluğu özel olarak düzenlenen sirkülere 6362 sayılı SerPK’nın hiçbir maddesinde yer verilmemiştir. Bu değişikliğin neden yapıldığı konusunda Kanunun gerekçesinde herhangi bir açıklama yoktur. Ancak, 2499 sayılı Kanun döneminde yürürlükte olan tebliğlerin aksine, 6362 sayılı Kanunun yürürlüğe girmesi sonrası süreçte yayımlanan tebliğlerde de sirkülere yer verilmemiş yalnızca “*arz programı sirküleri*” terimiyle ifade edilen kavram düzenlenmiştir.

Arz programı sirküleri, Borçlanma Araçları Tebliğinin EK/3’ünde “*İzahnamenin Geçerlilik Süresi İçinde Her İhraçtan Önce Kurula Gönderilecek Bilgi ve Belgeler*” arasında sayılmıştır. Ayrıca, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği ile Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliğinin değişik hükümlerinde de arz programı sirkülerine yer verilmiştir<sup>805</sup>.

Arz programının hangi anlamı taşıdığı, II-5.1 sayılı Tebliğin m. 4/1.a bendinde “*Yatırım kuruluşu varantı ve sertifikaları da dahil olmak üzere, benzer bir türdeki ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarının belirlenmiş bir ihraç süresi boyunca mükerrer bir şekilde azami beş yıllık bir süre içinde ihraç edilmesine izin veren plan*” olarak ifade edilmiştir. Şu hâlde arz programı sirkülerinin yalnızca arz programında söz konusu olduğu, önceki Kanun dönemindeki sirkülerle eş anlam taşımadığı sonucuna varılabilir.

II-5.1 sayılı Tebliğ’de ayrıca “arz programı izahnamesi”ne de yer verilmiştir. Arz programı izahnamesinin “*Bu Tebliğin 14 üncü maddesinde belirlenen ihraççılar tarafından Kurulca belirlenen usul ve esaslar dahilinde hazırlanan, ihraççı ve arz programı kapsamında ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir yatırım kuruluşu varantı ve sertifikaları da dahil olmak üzere ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçları ile ilgili bilgileri içeren izahnameyi*” ifade etmektedir (m. 4/1.b).

2499 sayılı Kanun döneminde kamuyu aydınlatma amacı taşıdığı kabul edilen<sup>806</sup> sirkülerin ister aynı, isimle isterse farklı adlar altına kullanılması hâlinde, her durumda

<sup>804</sup> Karşı, s. 461; İhtiyar, s. 141.

<sup>805</sup> Bkz. İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 13/9, 14/3, 14/5, 29/3, 31/1, Geçici Madde 2/3; Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m. 10/1, 10/9.

<sup>806</sup> Kabaalioglu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 159; Çelik, Şirket Demokrasisi, s. 63. Krş. İhtiyar, s. 143. Sirküler konusunda ayrıca bkz. Yanlı, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 112 113.

kamuyu aydınlatma belgesi sayılması gerektiğinden şüphe duyulmamalıdır. Yürürlükteki hukukumuzda gerek sirküler gerekse arz programı sirküleri ve arz programı izahnamesi olarak ifade edilen belgeler de yine kamuyu aydınlatma muhataplarına bilgi vermeye yönelik bir amaç taşıdıklarından kamuyu aydınlatma belgesi olarak kabul edilmelidir.

### C- Denetim Raporu

Kamuyu aydınlatma kapsamındaki anonim şirketlerin ilgili düzenlemelerde yer verilen bilgileri kamuyla paylaşması zorunluluğu kadar önemli bir konu da sunulan bilgilerin kalitesinin aranan niteliklere uygun olmasıdır. Daha önce belirtildiği gibi, açıklanan bilgilerin yeterli, doğru, açık ve güvenilir gibi niteliklere sahip olması kamuyu aydınlatmanın maddi yönünü oluşturmaktadır<sup>807</sup>. Maddi kamuyu aydınlatmanın gereği gibi sağlanması belirli kural, standart ve ilkeler aracılığıyla gerçekleşir. Finansal raporlar bakımından muhasebe kural, ilke ve standartlarına göre üretilen bilgilerin güvenilirliği bağımsız denetim ile sağlanır<sup>808</sup>. Bu bağlamda, bağımsız denetim faaliyeti, finansal tabloların üzerinde yapılmakta ve muhasebe kayıtlarının bu tablolara yansıtılışının doğru olup olmadığının denetlenmesi söz konusu faaliyetin ana işlevini oluşturmaktadır<sup>809</sup>.

Daha önce de değinilen 660 sayılı KHK'nın 2/1.b bendine yer alan bağımsız denetim tanımı kavramın anlaşılması açısından önem taşımaktadır. Bu tanıma göre bağımsız denetim, *“Finansal tablo ve diğer finansal bilgilerin, finansal raporlama standartlarına uygunluğu ve doğruluğu hususunda, makul güvence sağlayacak yeterli ve uygun bağımsız denetim kanıtlarının elde edilmesi amacıyla, denetim standartlarında öngörülen gerekli bağımsız denetim tekniklerinin uygulanarak defter, kayıt ve belgeler üzerinden denetlenmesi ve değerlendirilerek rapora bağlanmasını”* ifade eder.

Bilindiği üzere, 6102 sayılı TTK ile sermaye şirketlerinin denetimi hakkında köklü ve reform niteliğinde değişiklikler yapılmıştır. Kanun koyucu, işlevsiz olduğu için eleştirilen ve beklenen faydanın sağlanamadığı şirket içi denetçiyi zorunlu bir organ olmaktan çıkarmış ve bütün sermaye şirketlerini bağımsız denetime tabi kılmıştır. Ancak, bağımsız denetim konusunda ortaya konulan bu yeni vizyon daha sonra çıkartılan ve

---

<sup>807</sup> **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 52; **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 107, 108; **İhtiyar**, s. 120; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 110; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 10; **Duman**, s. 112. Bağımsız denetime ilişkin hükümlerin kamuyu aydınlatma ilkesinin ayrılmaz bir parçası olduğu hakkında bkz. **Kocabıyık**, s. 42.

<sup>808</sup> **Taner/Akkaya**, s. 37.

<sup>809</sup> **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 490, 491; **Tanör**, Denetim Mekanizmaları, s. 247; **Özkorkut**, TTK Tasarısı'nda Denetim, s. 389, 390. Bağımsız denetimin işlevleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Kocabıyık**, s. 43-50.

yukarıda da değinilen 6335 sayılı Kanun ile önemli ölçüde sekteye uğratarak yalnızca Bakanlar Kurulu'nun belirleyeceği şirketler bağımsız denetime tabi kılınmıştır (TTK m. 397/4)<sup>810</sup>. Yakın dönemde gerçekleşen Anayasa değişikliği<sup>811</sup> ile hükümet sisteminin değiştirilmesinin sonrasında da bu yetki 700 sayılı “Anayasada Yapılan Değişikliklere Uyum Sağlanması Amacıyla Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname”<sup>812</sup> ile Cumhurbaşkanı'na devredilmiştir. Son olarak, 2018/11597 sayılı “Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Belirlenmesine Dair Karar”<sup>813</sup> ile TTK m. 398 çerçevesinde bağımsız denetime tabi şirketler belirlenmiştir. Bu Kararın kapsamındaki şirketler dışında kalan sermaye şirketleri ise -hâlâ ikincil düzenlemeleri yapılmadığından işlerlik kazanmamakla birlikte- TTK m. 397/5. fıkrası çerçevesinde denetime tabidir.

Hemen belirtelim ki, bağımsız denetim faaliyeti, finansal raporlara yansıyan bilgilerin kalitesi kadar geçerliliği açısından da önem arz eder. Zira denetime tabi olduğu hâlde denetlettilmemiş finansal tablolar ve yönetim kurulu yıllık faaliyet raporları düzenlenmemiş hükmündedir. Finansal raporların düzenlenmemiş sayılması ise hukuken “yok” hükmünde oldukları anlamına gelmektedir<sup>814</sup>.

Kanunun 397/4. fıkrasında yollamada bulunulan bağımsız denetimin genel çerçevesi 398. maddede ortaya konulmuştur. En yalın ifadeyle, yapılan denetimin sonuçlarının ortaya konulduğu belgeyi ifade eden denetim raporuna ilişkin esas düzenleme ise TTK m. 402'dir. Bu maddenin “*Denetçi, yapılan denetimin türü, kapsamı, niteliği ve sonuçları hakkında, gereken açıklıkta, anlaşılır, basit bir dille yazılmış ve geçmiş yıllar karşılaştırmalı olarak hazırlanmış, finansal tabloları konu alan bir rapor düzenler*” şeklindeki birinci fıkrası bir anlamda denetim raporunun ne olduğuna ve hangi özellikleri taşıması gerektiğine ilişkindir.

---

<sup>810</sup> Değişikliklerin kapsamlı bir analizi için bkz. **Özkorkut**, Bağımsız Denetim, s. 11-22, 32-40; 46-66.

6102 sayılı TTK'nın finansal raporlama ve bağımsız denetime ilişkin düzenlemelerinin 6335 sayılı Kanunla değiştirilmesinin haklı-sert eleştirileri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 474-476; **Tekinalp/Çamoğlu**, s. 10; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 277, 278; **Özkorkut**, Bir Düş Kırıklığı (<http://www.vergisorumlari.com.tr/yazi/korkut-ozkorkut/bir-dus-kirikligi-turkiyede-finansal-raporlama-ve-bagimsiz-denetimde-gelinen-nokta/31>).

<sup>811</sup> 6771 sayılı “Türkiye Cumhuriyeti Anayasasında Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” (RG. 11.02.2017, S. 29976).

<sup>812</sup> RG. 07.07.2018, S. 30471, ikinci mükerrer.

<sup>813</sup> RG. 26.05.2018, S. 30432. Bununla birlikte, KGK tarafından alınan 14.02.2019 tarihli Karar ile “Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Belirlenmesine Dair Bakanlar Kurulu Kararına İlişkin Usul ve Esaslar” belirlenmiştir (RG. 16.02.2019, S. 30688).

<sup>814</sup> **Özkorkut**, Bağımsız Denetim, s. 294; **Özkorkut**, Dürüst Resim İlkesi, s. 72, 73.

KGK tarafından yayımlanan Bağımsız Denetim Yönetmeliği<sup>815</sup> ile TTK ve 660 sayılı KHK kapsamında yapılacak bağımsız denetime, bağımsız denetim kuruluşlarına ve bağımsız denetçilere ilişkin usul ve esaslar düzenlenmiştir. KGK tarafından yayımlanan “Finansal Tablolara İlişkin Görüş Oluşturma ve Raporlama” başlıklı Bağımsız Denetim Standardı 700<sup>816</sup> ise denetçi raporunun şekli ve içeriği ile denetçinin görüş oluşturma sorumluluğunun düzenlendiği Standarttır.

Bağımsız Denetim Yönetmeliği uyarınca, “*Denetim sonuçlarını, Türk Ticaret Kanununa ve bu Yönetmeliğe uygun şekilde raporlayıp sunmak, denetim faaliyeti ve sonuçları konusunda genel kurula açıklamalarda bulunmak*” denetçilerin en temel yükümlülükleinden birisidir (m. 37/1.a). Yine Yönetmelikte denetim raporu, “*denetim kanıtlarının TDS çerçevesinde değerlendirilmesi sonucunda, belirlenen güvence seviyesine uygun şekilde oluşturulan denetçi görüşünün ve varsa dikkat çekilmek istenen diğer hususların kullanıcıların istifadesine sunulması amacıyla Kurum düzenlemelerine uygun olarak hazırlanan ve imzalayan denetim kuruluşu veya denetim üstlenen bağımsız denetçi tarafından sorumluluğu üstlenilen belge*” olarak tanımlanmıştır (m. 10).

Denetim raporu, denetçinin neyi denetlediğini ve yaptığı denetim sonucunda hangi sonuçlara ulaştığını ortaya koyar<sup>817</sup>. Denetçinin esas aldığı husus, şirketin finansal tabloları ve yönetim kurulu yıllık faaliyet raporudur<sup>818</sup>. Bir şirketler topluluğu mevcut ise ana şirket ile yavru şirketlerden oluşan topluluğun finansal tabloları dikkate alınır. Bununla birlikte, şirket yönetim kurulunun, şirketin veya topluluğun durumu hakkındaki yıllık faaliyet raporunda yer alan irdelemeleri, denetçi tarafından, finansal tablolar ile tutarlılığı ve gerçeğe uygunluğu açısından değerlendirilir (TTK m. 402/2). Nihayet, TTK m. 402/6’ya göre, denetim çerçevesinde, 398. maddenin dördüncü fıkrası uyarınca bir değerlendirme yapılmışsa, bunun sonucunun da ayrı bir raporda gösterilmesi öngörülmüştür. Dolayısıyla TTK uyarınca düzenlenmesi öngörülen üç tür denetim raporu söz konusu olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır<sup>819</sup>.

Denetçi, değerlendirme yaparken şirketin ve eğer şirketler topluluğu söz konusuysa ana şirket ile topluluğun finansal tablolarını esas alır. Raporda öncelikle, şirketin ve topluluğun finansal durumuna dair yönetim kurulunun değerlendirmesi

---

<sup>815</sup> RG. 26.12.2012, S. 28509.

<sup>816</sup> RG. 24.03.2017, S. 28945.

<sup>817</sup> **Ulusoy, Y.:** Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Bağımsız Dış Denetim, Ankara 2007, s. 148.

<sup>818</sup> Bağımsız denetimin konusu ve kapsamı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Özkorkut,** Bağımsız Denetim, s. 213-221.

<sup>819</sup> **Altaş, S.:** Şirket Denetimi, 6. Baskı, Ankara 2015, s. 199-205.

hakkında görüş açıklanır. Bu görüşte, özellikle şirketin ve ana şirketin finansal tablolarının denetimi bağlamında, şirketin ve topluluğun varlığını sürdürebilmesine ve gelecekteki gelişmesine ilişkin analiz yanında, şirket yönetim kurulunun raporu ile topluluk yıllık faaliyet raporu bu belgelerin verdiği olanak ölçüsünde şirketin finansal durumu irdelenir (TTK m. 402/3).

Denetim raporunun esas bölümünde; “(a) Defter tutma düzeninin, finansal tabloların ve topluluk finansal tablolarının, kanun ile esas sözleşmenin finansal raporlamaya ilişkin hükümlerine uygun olup olmadığı, (b) Yönetim kurulunun denetçi tarafından denetim kapsamında istenen açıklamaları yapıp yapmadığı ve belgeleri verip vermediği, açıkça ifade edilir” (TTK m. 402/4).

Ayrıca, finansal tablolar ile bunların dayanağı olan defterlerin; “(a) Öngörülen hesap planına uygun tutulup tutulmadığı, (b) Türkiye Muhasebe Standartları çerçevesinde, şirketin malvarlığı, finansal ve kârlılık durumunun resmini gerçeğe uygun olarak ve dürüst bir şekilde yansıtıp yansıtmadığı, belirtilir” (TTK m. 402/5). Keza, şirketin dürüst resim ilkesine uymaması hâlinde bu duruma denetim raporunda yer verilmesi gerekir<sup>820</sup>. Bu çerçevede hazırlanan denetçi raporu denetçi tarafından imzalanarak şirket yönetim kuruluna sunulur (TTK m. 402/7). Dolayısıyla, denetçinin denetim raporunu bizzat ve doğrudan kamuyla paylaşması söz konusu değildir. Bağımsız Denetim Yönetmeliğinin 30/3. fıkrasına göre TTK çerçevesinde yapılan denetimlerde denetim raporlarının, denetimi yapılan finansal tabloların ait olduğu hesap dönemine ilişkin olağan genel kurul toplantısından en az 20 gün önce ve her durumda anılan Kanunda olağan genel kurul toplantıları için öngörülen azami sürenin sonuna kadar denetlenen işletmenin yönetim organına teslim edilmesi zorunludur.

Denetim raporu ile ilgili önem taşıyan bir diğer husus yapılan denetimin sonuçlarına ilişkin denetçi görüşüdür. TTK m. 403 ve Bağımsız Denetim Yönetmeliği m. 30 çerçevesinde denetçi, denetim raporu ile olumlu görüş, olumsuz görüş ya da sınırlı olumlu görüş açıklar yahut görüş vermekten kaçınır<sup>821</sup>. Denetçinin görüşünü KGK’nın belirlediği şekilde ortaya koyması gerekir.

<sup>820</sup> **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 494; **Özkorkut**, Bağımsız Denetim, s. 288.

<sup>821</sup> Bağımsız Denetim Yönetmeliği’nin 30. maddesine göre, “denetim faaliyeti sonucunda Kurumun belirlediği şekil ve esaslara göre denetim raporu düzenlenir. Bu rapor, görüş başlığı altında:

a) Denetim konusunda ayrı ayrı veya toplu olarak denetim kıstasına göre önemli sayılabilecek herhangi bir uyumsuzluğun veya aykırılığın bulunmadığı durumlarda olumlu görüş,

b) Denetim konusunda ayrı ayrı veya toplu olarak denetim kıstasına göre önemli uyumsuzluklar veya aykırılıklar bulunduğu ya da yeterli ve uygun denetim kanıtı toplanamadığı, ancak bunların denetim konusunun genelini etkilemediği durumlarda sınırlı olumlu görüş,



Denetim raporunun SerPK m. 32/1’de açıkça sayılan belgelerden olmamasına rağmen neden bir kamuyu aydınlatma belgesi niteliğine sahip görülmesi gerektiği konusunda ise denetim faaliyetinin ve bu faaliyetin raporlandığı söz konusu belgenin işlevleri üzerinde durmak gerekir.

Bağımsız denetim, kamuyu aydınlatma ile sıkı ilişki içerisinde; sunulan bilgilerin niteliğine olumlu etki ederek kamuyu aydınlatmanın özellikle maddi boyutuna hizmet eder. Bağımsız denetimin söz konusu olmadığı yahut standartlarına uygun şekilde gerçekleştirilmediği bir piyasada kamuyu aydınlatmanın şeklen var olması yeterli görülemez. Bu yönüyle bağımsız denetimin, kamuyu aydınlatmanın vazgeçilmez bir unsurunu oluşturduğu geçmişte de ifade edilmiştir<sup>822</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde paylaşılan bilgilerin güvenilirliği sağlanamadığında ilkenin amaçlarına ulaşması mümkün olmadığı gibi aldaticılığın bir silahı haline gelebilmesi dahi söz konusu olabilir. Bu yüzden bağımsız denetimin, kamuyu aydınlatma ilkesinin gereği gibi hayata geçirilebilmesinin zorunlu bir unsuru olduğu ve sermaye piyasasının ihtiyaç duyduğu güvene katkı sağladığı rahatlıkla söylenebilir<sup>823</sup>.

Ayrıca, bağımsız denetim bir yönüyle bilginin kalitesine olan etkisiyle maddi kamuyu aydınlatmaya hizmet ederken diğer taraftan da bu faaliyetin sonuçlarının denetim raporu ile ortaya konulması ve yayımıyla şekli kamuyu aydınlatmayla da ilişkilidir. Denetim raporu, şirket hakkındaki finansal bilgilere ihtiyaç duyan menfaat sahipleri ile bağımsız denetçi arasındaki iletişimi sağlayan en önemli bilgi kaynağıdır<sup>824</sup>. Dolayısıyla denetim raporu kamuyu aydınlatmanın gerek maddi gerekse şekli olmak üzere her iki anlamına da hizmet eden bir hukuki araçtır.

---

*c) Yeterli ve uygun denetim kanıtı elde edildikten sonra, tespit edilen uyumsuzlukların veya aykırılıkların ayrı ayrı veya toplu olarak önemli olduğu ve denetim konusunun genelini etkilediği durumlarda olumsuz görüş,*

*ç) Denetim konusunun genelini etkileyen önemli hususlarda denetim görüşüne dayanak olacak yeterli ve uygun denetim kanıtının elde edilemediği durumlarda ya da yeterli kanıt toplanmasına rağmen görüş oluşturmayı engelleyen belirsizliklerin sonradan ortaya çıktığı durumlarda görüş bildirmekten kaçınıldığına ilişkin görüş,*

*içerir”.*

<sup>822</sup> **Pahlı**, Kurumsal Yönetim, s. 248. 6102 sayılı TTK ve 6362 sayılı SerPK döneminde aynı yönde değerlendirme için bkz. **Kocabıyık**, s. 40.

<sup>823</sup> **Çelik**, Bağımsız Denetim, s. 25, 26; **Özkorkut**, TTK Tasarısı’nda Denetim, s. 392.

*Karayalçın*, bağımsız bir muhasebe uzmanlığının gelişmemesi hâlinde kamuyu aydınlatma muhataplarının sağlıklı şekilde aydınlatılmasının mümkün olmadığını ifade etmiştir (**Karayalçın**, Tebliğle İlgili Tartışmalar, s. 559). Bu düşünce de bağımsız denetimin kamuyu aydınlatma ilkesi açısından önemini ortaya koymaktadır.

<sup>824</sup> **Kocabıyık**, s. 93.

Nitekim, kanun koyucu, dahil olduğu bölüm başlığı “*Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Esaslar*” olan ve “*Kurulca düzenlenmesi istenilen finansal tablo ve raporlar ile bağımsız denetime tabi olunması durumunda bağımsız denetim raporu, Kurulca belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde kamuya duyurulur.*” şeklindeki SerPK m. 14/5 ile raporun kamuyu aydınlatma ile ilişkisini normatif temelde açıklığa kavuşturmuştur.

Bağımsız denetimin işlevleri ve kamuyu aydınlatma ile ilişkisine rağmen anonim şirketler hukukundaki ve sermaye piyasasındaki bütün sakıncaları ortadan kaldıracabilecek güçte bir faaliyet olarak da görülmemelidir. Zira şirketlerin finansal raporlama faaliyeti ile bağımsız denetimin sonuçlandırılıp rapora bağlanması arasında geçecek sürede yatırımcıların zarara uğraması mümkün olduğu gibi bağımsız denetim raporu oluşturulduktan sonra şirketin faaliyetlerine devamında da gerçekleştiği anda şirketin menfaat sahiplerini zarara uğratabilecek faaliyetler söz konusu olabilir<sup>825</sup>. Sonuç olarak, kamuyu aydınlatmaya hizmet eden önemli bir hukuki araç olsa da, bağımsız denetimin niteliğinden ve yapılış zamanından kaynaklanan doğal sınırları bu süreçlerde zararın oluşmasını engellemeye yetmemektedir.

#### **D- Derecelendirme Raporları**

Derecelendirme (*rating*) faaliyeti, bilgi üreten ve üretilen bilginin yayımı ile muhatapların alacakları kararlara etki eden bir fonksiyona sahiptir. Bu faaliyet, derecelendirme kuruluşları tarafından gerçekleştirilir. Bu kuruluşlar sermaye piyasasında taşıdıkları önemin bir sonucu olarak sermaye piyasası kurumları arasında sayılmaktadır (SerPK m. 35/1.c).

SerPK m. 62/2’ye göre “*Kurul, bu Kanun hükümlerine tabi kuruluşların bilgi sistemleri denetimi, derecelendirme ve değerlendirme faaliyetlerinin güvenli ve bağımsız şekilde yürütülmesi ve bunu teminen kalite güvence sistemlerinin oluşturulması ile kamu yararını da gözetmek suretiyle uluslararası standartlara uyumunun sağlanması amacıyla düzenleme, gözetim ve denetim yapar. Bu kuruluşların yetkilendirilmesi, yönetici ve çalışanlarının lisanslanması ve bu kuruluşlar hakkındaki sicil bilgileri ile bu bilgilerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir.*” Yine, SerPK m. 128/1.c bendine göre “*Bu Kanun kapsamına giren kurum ve ortaklıkların bağımsız denetim, derecelendirme, değerlendirme ve bilgi sistemleri denetimi faaliyetine ilişkin şartları ve çalışma esaslarını belirlemek ve bu şartları taşıyanları listeler hâlinde ilan etmek*” Kurulun görev ve yetkileri arasında sayılmıştır. SPK’nın konu ile ilgili usul ve

<sup>825</sup> Tanör, Denetim Mekanizmaları, s. 248, 259.

esaları, halen yürürlükte olan “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VIII, No: 51)”<sup>826</sup> ile belirlenmiştir.

Ayrıca, Özel Durumlar Tebliğinde “*sermaye piyasası aracına ilişkin derecelendirme notları ile söz konusu notlardaki değişiklikler*”in pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççılar tarafından özel durum açıklamasına konu edilmesi düzenlenmiştir (m. 19/1.d). Bu Tebliğe tabi olan payları borsada işlem gören anonim şirketler için ise derecelendirme notlarının evleviyetle şirketin sermaye piyasası araçlarının değerini ve fiyatını etkileyecek bir bilgi olduğuna şüphe yoktur.

Öğretideki anlayışa paralel şekilde, Seri: VIII, No: 51 sayılı Tebliğe göre de, derecelendirme faaliyeti; “kredi derecelendirmesi” ve “kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi” faaliyetlerini kapsar (m. 4/1). Derecelendirme faaliyetinin konusuna göre yapılan bu ayrım birbirinden tamamen farklı iki raporu karşımıza çıkarmaktadır.

#### **a- Kredi Derecelendirmesi Raporu**

Kredi derecelendirme (*credit rating*) faaliyetiyle, temelde ülkelerin, kurumların veya şirketlerin risklerinin değerlendirilmesi, borç ödeyebilme potansiyellerinin belirlenmesi ve sonuçlarının kamuya açıklanması söz konusu olmaktadır<sup>827</sup>. Konumuz açısından önem taşıyan ise şirketlerin derecelendirilmesidir. Bu bağlamda, şirketlerin sermaye piyasası araçlarının risklerinin derecelendirilmesi de bu faaliyetin kapsamındadır.

SPK’nın Seri: VIII No: 51 Tebliğinde de kredi derecelendirmesi; “(a) *İşletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya (b) Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti*” olarak tanımlanmıştır (Seri: VIII No: 51 Tebliği, m. 5). Tebliğde ayrıca derecelendirme yaptırılmasının kural olarak ihtiyari olduğu ancak Kurul tarafından gerekli görülen durumlarda zorunlu tutulabileceği öngörülmüştür (Seri: VIII No: 51 Tebliği, m. 4/2).

Banka kredileri açısından derecelendirme faaliyeti ise BDDK tarafından yürürlüğe konulan “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine

---

<sup>826</sup> RG. 12.07.2007, S. 26580.

<sup>827</sup> **Sayılgan**, s. 121; **Adalı, S.:** Bir Risk Ölçüm Aracı Olarak Kredi Derecelendirme ve Getiri Analizi: İMKB Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2011, s. 1, 5-6.

İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik”te<sup>828</sup> “Derecelendirme faaliyeti, bu maddenin üçüncü fıkrasında yer alan ana ve alt varlık kategorilerinin kapsamına giren müşterilerin, yapılacak inceleme ve analiz sonucuna dayanılarak kredi değerliliğinin ve dolayısıyla derecelendirme notunun belirlenmesi sürecini içerir” (m. 5/1). Kredi değerliliğinin belirlenmesi ise “Müşterinin; (a) Kullanacağı krediyi geri ödeyebilme gücünün veya (b) Borçluluğunu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerini vadelerinde yerine getirememe riskinin, yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi, sınıflandırılması ve uygun derecelendirme notunun verilmesi faaliyetidir. Müşterinin ana ortaklık niteliğinde olması durumunda bu faaliyet; kredi değerliliğinin belirlenmesi için görüş oluşturmak amacı ile sınırlı olmak üzere konsolidasyon kapsamındaki ortaklıkların da kredi değerliliklerinin incelenmesi ve analiz edilmesi faaliyetini kapsar” şeklinde açıklanmıştır (m. 5/2). Anılan Yönetmelikte buna ek olarak, yetkili derecelendirme kuruluşlarının bu Yönetmelik çerçevesinde müşterilerine verdikleri derecelendirme notlarını bir rapor hâlinde ilgili müşteriye sunması gerekliliği ile raporda yer alması gereken asgari içerik de düzenlenmiştir (m. 23/2).

Kredi derecelendirme faaliyeti, niteliği gereği sermaye piyasası araçları içerisinde özellikle borçlanma araçları ihraç edecek şirketler açısından gündeme gelmektedir. Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8)”nde<sup>829</sup> kural olarak derecelendirme zorunluluğu öngörülmemiş olmakla birlikte, “Kredi derecelendirmesi” kenar başlıklı 7. maddesinde derecelendirme yapılan hâllerde faaliyet sonrası gelişmeler dolayısıyla muhatapların zarara uğramaması için notun güncellenmesi yükümlülüğü hükme bağlanmıştır<sup>830</sup>. Ayrıca yine VII-128.8 Tebliğinin 9/4.c bendi ile derecelendirme notlarının borçlanma araçları ihraç limitine olan etkisi düzenlenmiştir.

AB’nin 1060/2009 sayılı Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tüzüğü<sup>831</sup> ile kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerine bütünlük, şeffaflık, sorumluluk, iyi yönetim ve güvenilirlik açısından yeknesak bir düzenleyici yaklaşımın hakim olması

---

<sup>828</sup> RG. 17.04.2012, S. 28267.

<sup>829</sup> RG. 07.06.2013, S. 28670.

<sup>830</sup> “İhraç edilecek borçlanma araçlarına ilişkin olarak kredi derecelendirmesi yapılması durumunda, ihraç edilecek borçlanma aracının kredi derecelendirmesini yapan derecelendirme kuruluşunun, derecelendirme notuna esas teşkil eden bilgileri vade boyunca yılda en az bir sefer olmak üzere ve Kurulun sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde notun güncellenmesini gerektiren durumlarda düzenli olarak gözden geçirmesi zorunludur”.

<sup>831</sup> “Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies” (OJ. 17.11.2009, L. 302, s. 1-31).

hedeflenmiştir (m. 1). Tüzüğe göre kredi derecelendirmesi, bir kuruluşun veya ihraççının kredibilitesi, borçları ve finansal yükümlülükleri, borçlanma araçları, payları ve diğer finansal araçları hakkındaki yerleşik ve belirli derecelendirme kategorileri çerçevesinde ortaya konulan görüşü ifade eder (m. 3/1.a). Kredi derecelendirme notunun içsel bilgi niteliğinde olduğu ve bu açıdan Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü m. 17 çerçevesinde derhal kamuya açıklanması gereken bir bilgi niteliğinde görülmesi<sup>832</sup> konunun kamuyu aydınlatma ile ilişkili önemli bir noktasını oluşturmaktadır.

Kredi derecelendirme faaliyeti, kesin nitelikte bir durum saptaması olmamakla birlikte, şirketin mevcut durumu dikkate alınarak geleceğine yönelik bilgi sağlar<sup>833</sup>. Bu faaliyetle elde edilen bilgiler şirketin borçlanma kapasitesi ile maliyetlerini doğrudan etkiler<sup>834</sup>. Yalnız, alınan derecelendirme notları sadece borçlanma araçları açısından değil şirketin genel durumunu tespit edebilme açısından da önem taşır. Yapılan çalışmalarda borçlanma araçlarının düşük derecelendirme notlarının şirketin pay değerlerine de olumsuz yansıdığı ortaya konulmuştur<sup>835</sup>. Ancak, bu durumun düşük derecelendirme notundan mı yoksa bu derecelendirme notunun altında yatan şirketin hâlihazırdaki kötü durumundan mı kaynaklı olduğu henüz ispatlanamamıştır<sup>836</sup>.

Açıklanan çerçevede derecelendirme faaliyeti ile üretilen ve kamuyu aydınlatma muhataplarına sunulan bilgi, özellikle şirketin mevcut ve potansiyel alacaklıkları ile yine mevcut ve potansiyel yatırımcıları tarafından şirketin finansal risklerinin öngörülmesine, risk-getiri analizlerinin daha sağlıklı yapılabilmesine ve sermaye piyasasında bilgi asimetrisinin azaltılmasına imkân sağlamaktadır<sup>837</sup>.

## **b- Kurumsal Yönetim Derecelendirme Raporu**

Bilindiği üzere, kurumsal yönetim ilkeleri, anonim şirketlerin yönetimi ile menfaat ilişkilerinin adil şekilde düzenlenmesine ilişkin birtakım temel ilke ve kuralları içinde barındırmaktadır. İlkenin kamuyu aydınlatma ile bağlantısı, yukarıda da ifade edildiği üzere<sup>838</sup>, adillik (*fairness*), hesap verilebilirlik (*accountability*), sorumluluk (*responsibility*) ile şeffaflık (*transparency*) olmak üzere dört ana ilkeyi içermesinden ileri

---

<sup>832</sup> **Veil**, s. 557.

<sup>833</sup> **Sayılğan**, s. 121, 122.

<sup>834</sup> **Veil**, s. 552; **Sayılğan**, s. 121.

<sup>835</sup> **Veil**, s. 553.

<sup>836</sup> **Veil**, s. 553.

<sup>837</sup> **Veil**, s. 553; **Sayılğan**, s. 124, 125; **Adalı**, s. 1. Kredi derecelendirmesinin özellikle yabancı yatırımcılardan kaynak elde edilebilmesi adına işlevsel olduğu kabul edilmektedir (**Adalı**, s. 5).

<sup>838</sup> Bkz. Birinci Bölüm-X-3-“Kurumsal Yönetim İlkeleri”.

gelmektedir. Birbirinin sınırına hapsedilmesi mümkün olmayan bu iki ilkenin bir diğer kesişim noktası ise şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirilmesinde karşımıza çıkmaktadır.

Kurumsal yönetim derecelendirmesi, Seri: VIII No: 51 Tebliğinde “*İşletmelerin Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti*” olarak tanımlanmıştır (m. 6/1). Kurumsal yönetim derecelendirmesiyle şirketin yönetim işleyişinin değerlendirilmesi ve kurumsal yönetim kalitesinin belirlenmesi söz konusu olmaktadır<sup>839</sup>. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere notlandırılarak kamuya açıklanması öngörülmüştür (m. 6/2).

SerPK m. 17/1’e göre, “*Halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkeleri ile kurumsal yönetim uyum raporlarının içeriğine, yayımlanmasına, ortaklıkların kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirilmesine ve bağımsız yönetim kurulu üyelerine ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir*”. Görüldüğü üzere, anonim şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumluluğunun derecelendirilerek rapora bağlanması dayanağını doğrudan SerPK’den almaktadır.

Derecelendirme kuruluşları, denetim kuruluşlarından farklı olarak yapmış oldukları çalışmaların sonuçlarını kamuya paylaşma yükümlülüğüne tabi tutulmuştur. Tebliğin “*Derecelendirme çalışması ile ilgili bilgilerin zamanında kamuya açıklanması ve şeffaflık*” kenar başlıklı 21. maddesinde derecelendirme notlarına ve bunlarla ilgili gerekli diğer bilgilerin açıklanmasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir.

Kurumsal yönetimin derecelendirilmesiyle şirket, uzmanlar tarafından belirli ilke, kural ve standartlar çerçevesinde değerlendirmeye tabi tutulmakta; bu değerlendirmenin sonucunun derecelendirme raporu ile yayımlanmasıyla, kamuyu aydınlatma muhatapları kendilerini ilgilendiren bağlamlarda bilgiye ulaşmaktadır. Derecelendirme notunun yüksekliğinin piyasadaki yatırımcıların ilgisini artıracığından hareketle şirketin piyasa değerine olumlu yansıdığı ve aynı zamanda şirketin finansman maliyetini düşürdüğü kabul edilmektedir<sup>840</sup>.

---

<sup>839</sup> Kılıç, M./Benligiray, Y.: Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Süreci, Denetişim 2012/9, s. 63.

<sup>840</sup> Kılıç/Benligiray, s. 63, 64.

## E- Değerleme Raporu

Değerleme, sözlük anlamıyla “*değer biçme, bir malın değerini belirleme, valüasyon*” anlamlarına gelmektedir<sup>841</sup>. Şirketler ve sermaye piyasası hukuku açısından ise şirketin bizzatı kendisinin, şirket sermayesini oluşturan değerlerin, şirketin malvarlığına dahil unsurların yahut şirketin sermaye piyasası araçları gibi varlıkların değerinin belirlenmesi faaliyeti karşımıza çıkmaktadır.

SPK’nın değerlemeye ilişkin düzenlemesi “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1)”dir<sup>842</sup>. Bu Tebliğ ile esasında yalnızca Uluslararası Değerleme Standartlarına uyumlu şekilde değerlendirme faaliyeti yapılacağına ilişkin olmak üzere düzenleme getirilmiştir. Buna göre Uluslararası Değerleme Standartları, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanacaktır (III-62.1 Tebliği m. 3/1). Yine SPK’ca yapılan diğer düzenlemeler ile Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarının uyumlu olmadığı durumlarda ise öncelikli olarak Sermaye Piyasası Kurulunun ilgili düzenlemelerine uyulacağı hükme bağlanmıştır (III-62.1 Tebliği m. 3/2). Nihayet, Kurul Karar Organı tarafından alınan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Karar<sup>843</sup> ile de gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki değerlemelerinde uygulanacak birtakım esaslar yürürlüğe konulmuştur.

Şirket değerlemesi denildiğinde, ayrı varsayımlar ve değişik yöntemler çerçevesinde şirketin gerçek değerine en yakın değerini saptama faaliyeti anlaşılmaktadır<sup>844</sup>. Şirketi oluşturan malvarlığı değerleri açısından ise değerlendirme ilk olarak şirket henüz kurulma aşamasındayken paradan farklı değerlerin sermaye olarak konulması (TTK m. 128/2; 339/1.e, 343) ile söz konusu olur. Bu değerlendirme şirket merkezinin bulunacağı yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişiler tarafından yapılır. Anılan raporda “*uygulanan değerlendirme yönteminin somut olayın özellikleri bakımından herkes için en adil ve uygun seçim olduğu; sermaye olarak konulan alacakların gerçekliğinin, geçerliğinin ve 342 nci maddeye uygunluğunun belirlendiği, tahsil edilebilirlikleri ile tam değerleri; aynı olarak konulan her varlık karşılığında tahsis edilmesi gereken pay miktarı ile Türk Lirası karşılığı, tatmin edici gerekçelerle ve hesap verme ilkesinin icaplarına göre açıklanması*” öngörülmüştür (TTK m. 343). Bu

<sup>841</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü (www.tdk.gov.tr).

<sup>842</sup> RG. 01.02.2017, S. 29966.

<sup>843</sup> Bkz. 11.04.2019 tarih, 2019/19 sayılı SPK Bülteni.

<sup>844</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Sayılın**, s. 427-429.

düzenlemedeki hesap verme ilkesi vurgusu gerek şirket içi gerekse şirket dışı menfaat sahiplerine yönelik bir anlam taşımaktadır. Hemen belirtelim ki, kuruluştaki değerlendirme raporları anonim şirketlerin “kuruluş belgeleri” arasında yer almaktadır (TTK m. 336).

Kuruluş sonrası süreçte değerlendirme ise ilgili düzenlemelerde öngörülen birtakım özel hâllerde söz konusu olmaktadır:

TTK m. 356 çerçevesinde anonim şirketin tescilinden itibaren iki yıl içinde bir işletme veya aynın, sermayenin onda birini aşan bir bedel karşılığında devralınmasına veya kiralanmasına ilişkin sözleşmelerle ilgili olarak da kuruluştaki gibi bir değerlendirme zorunluluğu mevcuttur.

TTK m. 493, nama yazılı payların devrine ilişkin olarak şirketin gerçek değeri karşılığında payı kendi veya diğer pay sahipleri yahut üçüncü kişiler hesabına almayı önererek, onay istemini reddedebileceğini düzenlerken gerçek değer tespiti bağlamında şirket paylarının değerlemesine<sup>845</sup> ilişkin bir hüküm içermektedir. Bu düzenlemenin gerekçesinde söz konusu değerlendirme gerekliliğinin “*değer ihtilaflarını ortadan kaldırmak amacıyla*” öngörüldüğü belirtilmiştir<sup>846</sup>.

TTK m. 540 ile tasfiye memurlarının göreve başladıktan sonra şirket mallarına değer biçilmesi için gerekirse uzmanlara da başvurarak şirketin malvarlığına ilişkin durumu tespit edecekleri ve bu çerçevede envanter ve bilanço düzenleyecekleri hükme bağlanmıştır.

TTK’nın anonim şirketlere ilişkin hükümlerinde değer biçilmesine ilişkin son düzenlemesi aynı sermayeye ya da devralınacak işletme ile ayınların değerlemesinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkindir. Bu hususlarda emsaline oranla yüksek fiyat biçenlerin, işletme ve aynın niteliğini ya da durumunu farklı gösterenlerin yahut başka bir şekilde yolsuzluk yapanların bundan doğan zararlardan sorumlu oldukları Kanunun 551. maddesi ile değerlendirme altına alınmıştır.

SPK alt düzenlemelerine baktığımızda, değerlendirme Birleşme ve Bölünme Tebliğinin 7. maddesi çerçevesinde birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olan şirketlerin veya işleme esas alınan finansal durum tablosu tarihi itibarıyla malvarlıklarının değerinin ve değişim oranlarının tespiti amacıyla bir uzman kuruluş raporu hazırlanacağı ve değerlendirme işlemlerinde SPK’nın değerlemeye ilişkin düzenlemelerinin dikkate alınacağı düzenlenmiştir (m. 7/1,2). Söz konusu maddede gayrimenkul değerlemesi hakkında da hüküm sevk edilmiştir.

---

<sup>845</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Sayılğan**, s. 429-432.

<sup>846</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 493.



Yine, “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)”nde<sup>847</sup> değerlendirme yaptırılması öngörülmüştür. Bu Tebliğ ile düzenlenen gayrimenkul sertifikalarının “itfa bedeli”, *Kurula başvuru sırasında projeye ilişkin olarak hazırlanan değerlendirme raporuna göre belirlenen gayrimenkul sertifikası bedelini*” ifade eder (3/1.ö). Keza gayrimenkul sertifikası “ihraç tutarı” da “*ihracı konu bağımsız bölümler için Tebliğin 6 ncı maddesinin birinci fıkrası çerçevesinde hazırlanan değerlendirme raporunda takdir edilen değer referans alınmak suretiyle ihraççı tarafından belirlenir*” (m. 4/2). Söz konusu Tebliğ çerçevesinde düzenlenen değerlendirme raporlarına ilişkin olarak Tebliğin 6/1. fıkrasında da düzenleme getirilmiştir.

Anonim şirketlerin denetiminde olduğu gibi değerlendirme ve derecelendirme raporları da şirketlerin yapısal farklılıklarının muhataplara doğru şekilde duyurulması ve bu kişilerin gereği gibi bilgilendirilmiş şekilde karar alabilmeleri olanağının yaratılmasını sağlar<sup>848</sup>. Bu bağlamda, söz konusu belgeler kamuyu aydınlatma muhataplarının ilgi alanına giren bilgiler içermektedir. Yine, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinde izahnamede atıfta bulunulabilecek belgeler arasında değerlendirme raporlarına da yer verilmiştir (m. 9/2.f). Halka arz sürecinde düzenlenen izahname ile değerlendirme raporlarına atıfta bulunulmasının öngörülmesi bu belgelerin de kamuya sunulmasının belirli bir anlama sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

SerPK m. 10/2’de izahname bağlamında m. 32/2’de ise genel olarak kamuyu aydınlatma belgeleri açısından değerlendirme kuruluşlarının hukuki sorumluluklarının doğabileceğinin düzenlenmesi de bir anlamda bu kuruluşların verdikleri bilginin ilke kapsamında olduğunun kabulü anlamına gelir. Bu kuruluşların ürettikleri bilgiler, diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin bir parçası olabileceği gibi bağımsız olarak da kendi düzenlenme amacı özelinde kamunun aydınlatılmasına hizmet etmektedir.

#### **F- Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu**

Kamuyu aydınlatma ile ilişkisi birinci bölümde incelenen kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde düzenlenmesi öngörülen bir rapor olarak uyum raporları da kamuyu aydınlatma ile ilişkilidir<sup>849</sup>.

Yukarıda değinilen SerPK m. 17/1, kurumsal yönetim derecelendirmesinde olduğu gibi kurumsal yönetim uyum raporlarına ilişkin de yasal bir dayanak

---

<sup>847</sup> RG. 05.07.2013, S. 28698.

<sup>848</sup> **Tanör**, Denetim Mekanizmaları, s. 263, 264.

<sup>849</sup> Kurumsal yönetim uyum raporlarının kamuyu aydınlatma ilkesinin bir görünümü olduğu hakkında bkz. **Pahlı**, Kurumsal Yönetim 2019, s. 233.

niteliğindedir. Ayrıca, “Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1)”nin<sup>850</sup> 8. maddesine göre şirketin yıllık faaliyet raporlarında bu Tebliğin ekinde yer alan kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığına, uygulanmıyor ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu ilkelere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ve gelecekte ortaklığın yönetim uygulamalarında söz konusu ilkeler çerçevesinde bir değişiklik yapma planının olup olmadığına ilişkin açıklamalara yer verilir<sup>851</sup>.

II-17.1 Tebliği’nin m. 8/2. fıkrasında ise SerPK m.17/1’e paralel olarak kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarının içerik ve yayımına ilişkin usul ve esasları ile bu raporların formatını belirleme konusunda Kurula yetki verilmiştir.

“Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)”nin 8/2.e bendine göre “*Mevzuat uyarınca Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu düzenleme yükümlülüğünün bulunması veya isteğe bağlı olarak hazırlanmış olması halinde, söz konusu Rapor*”a yönetim kurulu yıllık faaliyet raporunun ilgili bölümünde yer verilmesi gerekir. TTK m. 375/1.f’de de yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkileri arasında “*kurumsal yönetim açıklamasının düzenlenmesi*”ne yer verilmiştir.

SerPK ve II-17.1 Tebliği ile verilen yetki çerçevesinde Kurulun 10.01.2019 tarih ve 2/49 sayılı Kararı<sup>852</sup> çerçevesine “Kurumsal Yönetim Uyum Raporu” ve “Kurumsal

---

<sup>850</sup> RG. 03.01.2014, S. 28871.

<sup>851</sup> II-17.1 Tebliği’nin üzerinde yapılan son değişiklikle “Sürdürülebilirlik İlkesi Uyum Çerçevesi”ne ilişkin düzenlemeler yürürlüğe konulmuştur (RG. 02.10.2020, S. 31262).

Yapılan değişiklik çerçevesinde, Tebliğin 1. maddesine “*İkinci fıkrada sayılan ortaklıklar dışındaki ortaklıklar sürdürülebilirlik ilkelerine tabi olup, bu ortaklıkların kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlamalarında, sürdürülebilirlik ilkeleri uyum çerçevesi kapsamındaki açıklamalara yer verilir.*” hükmü eklenmiştir (II-17.1 Tebliği m. 1/5). Bununla birlikte, Tebliğin m. 8/1. fıkrası üzerinde yapılan değişiklikle “*Yıllık faaliyet raporlarında ayrıca, sürdürülebilirlik ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığına, uygulanmıyor ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu ilkelere tam olarak uymama dolayısıyla çevresel ve sosyal risk yönetiminde meydana gelen etkilere ilişkin olarak açıklamaya yer verilir. Söz konusu açıklamalarda dönem içerisinde önemli bir değişiklik olması durumunda, ilgili değişikliğe ara dönem faaliyet raporlarında yer verilir*” ifadesi yürürlüğe konulmuştur (II-17.1 Tebliği m. 8/1).

Kurul tarafından ilan edilen sürdürülebilirlik ilkelerinin uygulanması gönüllülük esasına dayalı olduğu ve sürdürülebilirlik ilkeleri uyum çerçevesinin içeriğine ve yayımlanmasına ilişkin esasların SPK tarafından belirleneceği ve ilan edileceği de aynı değişiklik kapsamında kabul edilmiştir (II-17.1 Tebliği m. 8/3).

Önemle belirtelim ki, bu düzenlemeler uyarınca açıklanması öngörülen bilgiler gönüllülük esasına dayalı olsa da kamuyu aydınlatma ilkesinin kapsamına dahildir. Bu bağlamda, yıllık ya da ara dönem faaliyet raporlarında yer verilmesi öngörülen söz konusu bilgiler, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun kapsamındadır.

SPK tarafından hazırlanan Sürdürülebilirlik İlkesi Uyum Çerçevesi için bkz. <https://spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1332>.

<sup>852</sup> Bkz. 10.01.2019 tarih, 2019/2 sayılı SPK Bülteni.

Yönetim Bilgi Formu” formatları 11.01.2019 tarihli Duyuru<sup>853</sup> ile yayımlanmıştır<sup>854</sup>. Bu Karar kapsamında oluşturulan Kurumsal Yönetim Uyum Raporunun gönüllü ilkelere uyum durumunu raporlama amacıyla hazırlanması öngörülmüştür. Zira, yukarıda da belirtildiği gibi kurumsal yönetim uyum raporunun asıl yeri yıllık faaliyet raporudur. Kurumsal Yönetim Bilgi Formu ise şirketlerin mevcut kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik bilgi verilmesine yöneliktir.

Yine, değerlendirme ve derecelendirme raporlarında olduğu gibi kurumsal yönetim uyum raporlarına da, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinde izahnamede atıfta bulunulabilecek belgeler arasında yer verilerek de kamuyu aydınlatma ile bağlantılandırılmıştır (m. 9/2.f).

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu, AB düzeyinde 2013/34/EU sayılı Finansal Raporlara İlişkin Direktif<sup>855</sup> vesilesiyle incelenmektedir. Bu Direktif’in 20. maddesi kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporuyla (*corporate governance statement*) ilgili olup anılan maddede söz konusu rapora yönetim kurulu yıllık faaliyet raporunun içinde yer verilmesi gerektiği ile raporda yer alması gereken bilgiler ve raporun yayımına ilişkin esaslara yer verilmiştir. Kurumsal yönetim uyum raporuna ilişkin söz konusu gerekliliklerin üye devletlerde sağlanmaya çalışılan “uygula ya da açıkla” (*comply or explain*) prensibine dayandığı ifade edilmektedir<sup>856</sup>.

Bir şirketin kurumsal yönetim ilkelerini uygulayıp uygulamadığı, uyguluyor ise ne şekilde ve yeterlilikte uyguladığı, şirket değerliliği ile bu şirketin mevcut ve ileride ihraç edeceği bütün sermaye piyasası araçlarının değerine ve fiyatına etki eder. Öte yandan, bu raporlar, şirketin hukuki ilişkiye girdiği yahut ileride gireceği kişilerin de tercihlerine etki edebilecek kararlar sağlar. Şirketin yönetiminde kurumsal yönetim ilkelerinin esas alınıp alınmadığı ile şirketin kurumsal yönetim çerçevesinde ne şekilde yönetildiğini özellikle şirket alacaklıları ve kredi verenler dikkate alır. Bunlarla birlikte, II-17.1 Tebliği m. 8 ve yukarıda değinilen formatlar ile açıklanması öngörülen bilgiler de dikkate alındığında, kurumsal yönetim uyum raporlarının da kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olduğu açıklık kazanmaktadır.

---

<sup>853</sup> <http://spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20190111/0>.

<sup>854</sup> Kurumsal Yönetim Uyum Raporu için bkz. <http://spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1294>. “Kurumsal Yönetim Bilgi Formu” için bkz. <http://spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1293>.

<sup>855</sup> “Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC” (OJ. 29.06.2013, L. 182, s. 19-76).

<sup>856</sup> Veil, s. 451.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporunun hazırlanması yetkisi ise şirket içinde yönetim kuruluna aittir. Bu yetki, TTK m. 375/1.f bendi gereğince devredilemez ve vazgeçilemez görev ve yetkiler arasında yer almaktadır<sup>857</sup>. Bu bağlamda, bir kamuyu aydınlatma belgesi olan kurumsal yönetim uyum raporundan doğacak hukuki sorumlulukta sorumlu kişilerin belirlenmesinde bu durumun dikkate alınması gerekir.

### G- Paya Dayalı Kitle Fonlaması İşlemlerine İlişkin Bilgi Formu

Kitle fonlaması, yakın geçmişte 7061 sayılı “Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun”<sup>858</sup> ile 6362 sayılı SerPK’ya eklenen düzenlemelerle hukukumuzda dahil edilmiştir<sup>859</sup>. Yasal tanımına göre, “*Bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde bu Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasını*” ifade eder (SerPK m. 3/1.z).

Konu ile ilgili ikincil düzenleme ise “Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1)”<sup>860</sup>’dır. Hukukumuzda şu an için kitle fonlamasının sadece pay karşılığı fon toplama sistemi düzenlenmiştir<sup>861</sup>. Bu sistemde *Bir girişim şirketinin veya projenin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla gerçekleştirilen fon toplama talebinin platformlar üzerinden kamuya duyurulmasını*” ifade eden (III-35./A.1 Tebliği m. 4/1.g) bir “kampanya” yürütülerek fon toplanmaktadır.

Paya dayalı kitle fonlaması sisteminde girişim şirketinin halktan para toplarken izahname hazırlanması ve onayı yükümlülükleri yoktur (SerPK m. 4/1). Bu şirketler, ihraççı sayılmayıp (SerPK m. 3/1.h), halka açık anonim şirket niteliğinde de değildir (SerPK 3/1.e; 16/1). Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanların halka açık anonim şirket olmanın yükümlülüklerine tabi olmaması nispeten kolay ve ucuz şekilde kaynak sağlamaları imkânı verir<sup>862</sup>. Öte yandan, bu şirketlerin de piyasada aldatıcı

<sup>857</sup> Pash, Kurumsal Yönetim 2019, s. 233.

<sup>858</sup> RG. 05.12.2017, S. 30261.

<sup>859</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Manavgat, Ç.:** Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul 2019, s. 765-786.

<sup>860</sup> RG. 03.10.2019, S. 30907. Ayrıntılı bilgi için bkz. **Yanlı, V.:** Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi, Batider 2020, C. 36, S. 1, s. 31-54.

<sup>861</sup> Kitle fonlaması yöntemleri olarak “sermaye yatırımı”, “borçlanma”, “bağış” ve “ödül” modeli gibi modeller bulunmaktadır (**Can, S.:** Ortaklığa Dayalı Kitle Fonlamanın Ülkemiz Sermaye Piyasalarına Entegrasyonuna İlişkin Öneriler ve KOBİ’lerin Finansmanındaki Rolü, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2017, s. 11-29; **Manavgat, Kitle Fonlaması**, s. 771-773; **Yanlı, Kitle Fonlaması**, s. 33, 34).

<sup>862</sup> **Yanlı, Kitle Fonlaması**, s. 33, 37.

eylemlerin gerçekleştirilmemesi ve yatırımcılara zarar verilmemesi için belirli bilgileri kamuya paylaşmaları gerekir. Bu yüzden III-35/A.1 Tebliği ile konuyla ilgili diğer usul ve esasların yanında kitle fonlamasında kamuyu aydınlatmaya ilişkin birtakım düzenlemelere yer verilmiştir.

Kitle fonlaması sisteminde kamuyu aydınlatmaya yarayan temel araç “kitle fonlaması bilgi formu”dur. Bu bilgilendirme aracı, “*Projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonun toplanabilmesi amacıyla kampanya sayfasında ilan edilen ve standartları Kurulca belirlenen formu*”nu ifade eder (III-35/A.1 Tebliği m. 4/1.j). Kitle fonlaması platformları nezdinde kampanya yürütülebilmesi için girişim şirketleri tarafından hazırlanacak kitle fonlaması bilgi formunun yatırım komitesi<sup>863</sup> tarafından onaylanması ve bu formun kampanya sayfasında<sup>864</sup> yayımlanması zorunludur. Yatırım komitesi tarafından kitle fonlaması bilgi formunun onaylanması için asgari olarak bilgi formunda yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen kitle fonlaması bilgi formu standartlarına göre eksiksiz olduğunun tespiti zorunludur. Kitle fonlaması platformları, her bir kampanyaya ilişkin onaylı bilgi formunun, fon sağlama talebinin iletilmesinden önce ilgili üye tarafından okunduğunu tespit etmekle yükümlüdür (III-35/A.1 Tebliği m. 16/6). Söz konusu bilgi formundan doğan hukuki sorumluluk ise 7222 sayılı Kanunun<sup>865</sup> 30. maddesi ile SerPK’nın 35A maddesine eklenen altıncı fıkra ile düzenlenmiştir<sup>866</sup>.

Son olarak, fon ihtiyacı içerisinde olup kitle fonlaması sistemini kullanacak girişim şirketlerinin kamuya açıklaması öngörülen birtakım durumların da Tebliğin 22. maddesinde düzenlendiğini belirtmekte yarar vardır. Girişim şirketlerinin bu madde çerçevesinde verdiği bilgilerin, kitle fonlaması bilgi formunda yer verilen bilgilerle tutarlı olması zorunludur.

---

<sup>863</sup> Yatırım komitesi, “*Girişim şirketine veya girişimciye ait projeye ilişkin hazırlanan fizibilite raporunu değerlendiren, kampanyalara ilişkin hazırlanan kitle fonlaması bilgi formunu onaylayan ve platform yönetim kurulu tarafından belirlenen komiteyi*” ifade eder (III-35./A.1 Tebliği m. 4/1.z.aa).

<sup>864</sup> Kampanya sayfası, “*Bir girişim şirketine veya projeye ilişkin olarak platform nezdinde oluşturulan ve yalnızca üyelerin erişimine açık tutulan internet sayfasını*” ifade eder (III-35./A.1 Tebliği m. 4/1.ğ).

<sup>865</sup> RG. 25.02.2020, S. 31050.

<sup>866</sup> “*Kitle fonlaması işlemlerine ilişkin hazırlanan bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişiler bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur.*”

# **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

## **KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN DOĞAN**

### **HUKUKİ SORUMLULUĞUN GENEL ÇERÇEVESİ**

#### **I- SORUMLULUĞUN ÖNGÖRÜLME NEDENLERİ**

Kamuyu aydınlatma ilkesi, Türk hukukunda önceki bölümlerde anlatılan çerçevede vazgeçilemez bir yere sahiptir. İlkenin kapsadığı esasların, ilgili düzenlemeler ve bu alana hâkim olan temel prensipler bağlamında gereği gibi yerine getirilebilmesi ve konu ile ilgili ilke ve kurallardan oluşan normların uygulanması ilgili kişilerin ihtiyarına bırakılarak değil hukuki, cezai ve idari yaptırımlara tabi tutularak sağlanmaya çalışılmaktadır.

Kamuyu aydınlatma felsefesinin tarihsel süreçteki gelişimi ve ilkeselleşmesi, bir düzenlemeler bütünü olarak hukuk sistemlerinde yer almasını sağlamıştır. Bu bütünün bir yüzünü zorunluluk temeline oturtulmuş gereklilikler oluştururken diğer yüzünü bunların uygulanmasını temine odaklanmış sorumluluk hükümleri oluşturmaktadır. Sadece kamuyu aydınlatma gerekliliklerinin yerine getirilmesi değil aynı zamanda bu gerekliliklerin yerine getirilmemesi hâlinde ilgili kişilerin hukuki sorumluluğa tabi tutulması da yine kamuyu aydınlatma belgeleri aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

Kanun koyucuyu kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğu düzenlemeye sevk eden belirli nedenler bulunmaktadır. Bu nedenleri, ağır basan yönüne göre hukuki ve ekonomik nedenler şeklinde ikili bir ayrım çerçevesinde değerlendirmek konuyu daha anlaşılır kılacaktır.

#### **1- Hukuki Nedenler**

##### **A- Genel Olarak**

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun öngörülmesinin hukuki nedenleri, düzenleme yapanların belirli hukuki işlevlerin yerine gelmesine yönelik amaçlarından kaynaklanmaktadır. Bir başka deyişle, söz konusu işlevlerin yerine gelmesini sağlayacak hukuki zeminin oluşturulması amacı, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun öngörülmesinin temel hukuki nedenini oluşturmaktadır. Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun öngörülmesinin hukuki nedenlerinin dayandığı işlevler ise sorumluluğun genel işlevleri ve konu özelindeki somut görünümleri şeklinde iki kategoride ifade edilebilir.

Bilindiği üzere, sorumluluğa ilişkin kural ve ilkeler, hukuk kurallarının diğer toplumsal kurallardan ayrılan yönü olan yaptırım konusunun bir alt türünü karşılamaktadır. Esasen hukuk düzeninin öngördüğü sorumluluktan bağışık konular sadece şirketler için değil devlet de dahil olmak üzere her türlü hukuki kurum altında her zaman kötüye kullanıma müsaittir. Bu yüzden hukuki normlara uyulması sadece insanların irade ve vicdanlarına bırakılamaz. Nitekim, bütün hukuk düzenleri, normların etkinliğini sağlamak için yaptırım gücünü kullanmıştır. Adalet tanrıçası *Themis*'in ön planda olan elinde adaletin terazisi varken biraz daha geri planda olsa da diğer elinde kılıcın olması yine bu yüzdendir. Bu alandaki yaptırımların uygulanmasının bir aracı da sorumluluğa ilişkin düzenlemelerdir.

Kamuyu aydınlatmadan sorumluluk doğuran kurallar bir başka deyişle yaptırımlar öngörülmeksizin sadece aydınlatmanın nasıl yapılacağına ilişkin esasların kabul edilmesinin yatırımcıların korunması ve piyasa etkinliğinin sağlanarak bu alanda ekonomik kamu düzeninin sağlanması adına yeterli olmadığına kuşku yoktur. Zira, menfaat sahiplerinin bu denli geniş olduğu ve bu kişiler arası ilişkilerin iç içe geçtiği anonim şirketler hukuku ile sermaye piyasası hukukunda kuralların uygulanmasının ilgililerin takdirine bağlı bir konu olarak değerlendirilmesi mümkün değildir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğun öngörülmesinin özel işlevlerine bakıldığında, sorumluluk düzenlemeleri her şeyden önce kamuyu aydınlatmanın etkinliğini ve kalitesini artırır. Kamuyu aydınlatmaya aykırılık hâllerine hukuki sorumluluk öngörülen hukuk düzenlerinin, ilgili kişilerin kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde öngörülen zorunluluklara uyumu konusunda teşvik edici olduğunda kuşku yoktur<sup>867</sup>. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun öngörülme amacı esasen kamuyu aydınlatma ilkesinin, hatta sermaye piyasası hukukunun genel işlev ve amaçlarıyla sıkı ilişki içindedir<sup>868</sup>. Şu hâlde, sorumluluk hükümleri olmazsa kamuyu aydınlatmadan beklenen yararları tam olarak ulaşılabilesinin mümkün olmadığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluk, ilkenin muhataplarının bilgi alma haklarını bütünleyen bir hukuki araçtır. Yatırımcıların korunması odaklı sorumluluk hükümlerinin bu belgeleri hazırlayan kişileri daha dikkatli davranmaya sevk edeceğinde

---

<sup>867</sup> Fox, Mandatory Disclosure, s. 239.

<sup>868</sup> Bkz. Birinci Bölüm-II-“Kamuyu Aydınlatma İhtiyacı” ve Birinci Bölüm-VI-1-“İlkenin Amacı”.

ve hukuka aykırılıklara karşı tamamen olmasa da belirli ölçüde önleyici nitelikte olacağına kuşku yoktur<sup>869</sup>.

Sermaye piyasasında kamuya sunulan bilgilerden doğan hukuki sorumluluğun, özellikle yatırımcıların korunması ilkesine ilişkin modern anlayışın da merkezi parçasını oluşturduğu kabul edilmektedir<sup>870</sup>. Yatırımcıların maruz kaldıkları suistimallerde onları koruyacak hükümler arasında yaptırımlara ilişkin hükümler özel bir yer tutar. Hemen belirtelim ki, sorumluluk hükümleri yalnızca yatırımcılara zararlarını tazmin olanağı sunsa da, sağladığı caydırıcılık çerçevesinde bütün kamuyu aydınlatma muhatapları açısından işlevseldir. Bu yönüyle kamuyu aydınlatma ilkesinin beraberinde getirdiği kuralların yukarıda açıklanan<sup>871</sup> aydınlatıcı, caydırıcı ve tazmin edici işlevleri söz konusu olur. Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun doğrudan fonksiyonu, sorumluluk hükümleri kapsamına giren işlem ve eylemler sonucunda hukuka aykırı olarak zarara uğrayan yatırımcıların zararlarının tazminini sağlamasıdır. Sermaye piyasasında cezai ve idari yaptırımlar da mevcut olmakla birlikte, zarara uğrayan kişilerin zararlarını tazmin olanağını sağlayan yegâne yol, özel hukuk sorumluluğunun varlığıdır. Gerçekten, adaletin ve hukuk devletinin bir gerekliliği olan hukuka aykırı zararların tazmininin sağlanması, aynı zamanda caydırıcı işlevi sayesinde dolaylı olarak piyasa katılımcılarının güvenlerinin teminine ve korunmasına da hizmet edecektir<sup>872</sup>. Özetle, bu çerçevede içinde en geniş şekilde ifade edilebilecek hukuki yarar, kamuyu aydınlatma hükümlerinin uygulanması vasıtasıyla piyasa etkinliğinin temini ve sürdürülmesi; zararların tazmini fonksiyonu bağlamında ise adaletin gereği gibi sağlanmasıdır.

Sonuç olarak, bu alandaki sorumluluk hükümleri, piyasanın bütünü açısından ihtiyaç duyulan güveni temin eder<sup>873</sup>. Bu düzenlemeler, ülkelerin, hukuki ve ekonomik yapılarındaki küresel rekabette güçlü konumda olabilmesine katkı sağlar<sup>874</sup>. Şu hâlde,

---

<sup>869</sup> Sorumluluk hukukunda önleyicilik amacının temel çıkış noktasının hukuk ve ekonomi kuramının; telafi amacının temel çıkış noktasının ise adalet kuramı olduğu hakkında bkz. **Baysal, B.:** Haksız Fiil Hukuku, İstanbul 2019, s. 17.

Önleyicilik amacının telafi amacının yanında tamamlayıcı bir araç olarak görülmesi gerektiği savunulmaktadır (**Nomer, H. N.:** Haksız Fiil Sorumluluğunda Maddi Tazminatın Belirlenmesi, İstanbul 1996, s. 36; **Baysal, s. 19**).

<sup>870</sup> **Hopt,** Die Haftung für Kapitalmarktinformatoren, s. 101, 111; **Klöhn,** Marktbetrug, s. 697.

<sup>871</sup> Bkz. Birinci Bölüm-IX-1-“İşlevleri”.

<sup>872</sup> **Maier Reimer, G./Seulen, G.:** Handbuch der Kapitalmarktinformatoren (Hrsg. Habersack, M./Mülberr, P. O./Schlitt, M.), München 2013, s. 769.

<sup>873</sup> **Kalss,** s. 77, 81.

<sup>874</sup> **Kalss,** s. 77, 81.



etkin sorumluluk normlarının uygulanmasında kamu yararının olduğunda da kuşku yoktur<sup>875</sup>.

### **B- Sorumluluğun Özel Hükümlere Tabi Kılınmasının Nedenleri**

Konunun kamuyu aydınlatma belgelerinin sorumluluğa tabi tutulması kadar önem taşıyan bir diğer boyutu ise bu sorumluluğun esaslarının kanun koyucu tarafından özel hükümlerle düzenlenmiş olmasıdır.

Aşağıda sorumluluk davası bölümünde her biri ayrı ve ayrıntılı şekilde inceleneceği üzere, bu alanda sorumluluğun şartlarını; fiil, hukuka aykırılık, kusur, zarar ve illiyet bağı oluşturmaktadır<sup>876</sup>. Ayrıca, dava açabilecek kişiler ile sorumlu kişiler ve sorumluluğun nitelikleri konunun diğer önemli boyutlarıdır. Bu hususların, genel hükümlerin aydınlatmakta ve somut olay adaletinin sağlanmasında yeterli olamayacağı şekilde özellik arz etmesi, kamuyu aydınlatmanın özel hükümlere tabi kılınmasına yönelik tercihin temelinde yatan ana nedendir.

Hemen belirtelim ki, genel hükümlerin bu alanda yetersiz kalmasının kaçınılmaz olması, bunların hiçbir şekilde uygulama alanına sahip olmadığı anlamına gelmemektedir. Özel hükümlerin uyumsuzluğun çözümünde yetersiz kaldığı noktalarda, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun hukuki niteliğine göre belirlenecek genel hükümler uygulama alanı bulacaktır.

Sermaye piyasasının işleyişinde arzu edilen özellikler, Kanunun 1. maddesinde de ifade edilen “*piyasanın güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması*”dır. Kanun koyucu, bu özellikleri taşıyan bir piyasanın oluşturulması ve “*yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması*” amacıyla piyasayı düzenleme ve denetim altına almıştır. Görüleceği üzere, yatırımcıların korunması amacı, bu alandaki neredeyse bütün düzenlemelerin yürürlüğe konulmasının hukuki nedenlerinin başında gelmektedir. Aynı zamanda, piyasanın yukarıda zikredilen özelliklerde işleyişinin ve gelişiminin sağlanmasının yolu da yine bu piyasaya kaynak sağlayan yatırımcıların özel olarak korunmasını gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun özel düzenlemelere tabi kılınması da yine özel hukukun genel sorumluluk esaslarından farklı olarak ilişkinin bir

---

<sup>875</sup> Nitekim Anayasa Mahkemesi de kamuyu aydınlatma düzenlemeleri ile yükümlülükler öngörülmesi ve bu yükümlülükler uyulmamasının yaptırımlara tabi tutulmasında kamu yararının bulunduğunu hükme bağlamıştır (Anayasa Mahkemesi’nin 10.10.2018 tarihli ve 2017/23849 Başvuru Numaralı Kararı, par. 62, RG. 14.12.2018, S. 30625).

<sup>876</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-“Hukuki Sorumluluğun Şartları”.

tarafına avantaj sağlanmak istenmesinden kaynaklanmaktadır. Kanun koyucu, bunu genel hükümlerden yatırımcılar lehine farklılaştırdığı düzenlemelerle gerçekleştirmiştir.

Bu çerçevede, bir tarafta aşırı esnek diğer tarafta aşırı katı sorumluluk düzenlemeleri bulunan bir düzlemde her iki uç arasında hangi noktaya gelecek şekilde tercihte bulunulacağı belirlenirken farklı menfaatler arasındaki dengenin dikkatle gözetilmesi gerekmektedir. Sorumluluk hükümleri ile yatırımcılar korunurken<sup>877</sup> diğer taraftan şirkete ölçüsüz şekilde zarar verilmesinden de kaçınılmalıdır<sup>878</sup>. Zira, bu durum genel ekonomik düzen için olumsuz bir durum yaratacağı kadar şirketin borçlarını ifası açısından da tehlikelidir. Bu çerçevede, yatırımcıların en yüksek tazmin olanaklarına sahip olduğu çok katı nitelikteki hukuki sorumluluk rejimlerinde dahi bu kişilerin tam anlamıyla korunduğu söylenemez. Sonuç itibarıyla, zarara uğrayanların mahkeme kararıyla hükmedilen alacaklarına erişebilmeleri de bu alacakların tahsil kabiliyetlerinin olmasına bağlıdır. Bu yüzden de ihraççılara yaşam alanı bırakılması ve sorumluluk hükümlerinde yatırımcılar ile ihraççılar arasındaki menfaat dengesinin kurulması şarttır. Dengenin yatırımcı lehine ölçüsüz şekilde bozulması, şirketlerin ihraççı sıfatıyla bu piyasaya girmesini ya da hâlihazırdaki ihraççıların sermaye piyasasını kullanmaya devam etmesini aşırı ölçüde güçleştirir. Bu açıdan, çok katı düzenlemelerin, piyasanın gelişimine yıkıcı etkileri olacağı ifade edilmektedir<sup>879</sup>. Nitekim, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin kurallar arasında hakkaniyeti ve menfaat dengesini<sup>880</sup> sağlamak üzere ihraççı ve diğer sorumlu kişiler lehine bazı düzenlemelere de yer verilmiştir.

Her iki bakış açısının beraberinde getirdiği düzenlemelerin yerinde ve yeterli olup olmadığı ile hangi değişikliklerin ulaşılmak istenen hedeflere katkı sağlayacağı ise ilgili konular işlenirken özel olarak belirtilecektir.

---

<sup>877</sup> Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta tazminat miktarlarının caydırıcı olması gerektiği görüşü için bkz. **Manavgat**, HAAO, s. 247; **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 150.

<sup>878</sup> Devletin ekonomik hayatın işleyişine müdahalesinde birey yahut kurum ve kuruluşların gelişimlerine engel olunmaması gerektiği hakkında bkz. **Erol, İ.**: Ekonomi Açısından Devlet ve Piyasa, AÜSBFD 1992, C. 47, S. 3, s. 145, 147, 148.

<sup>879</sup> **Kalss**, s. 75, 77.

<sup>880</sup> Sermaye piyasasında menfaat dengesinin ve hukuki güvenliğin temininin önemi için bkz. **Aytaç**, Çok Ortaklı Şirketler, s. 234; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 8. Aynı yönde bkz. **Aydoğan**, Menkul Kıymet İhraç Kararları, s. 258.

## 2- Ekonomik Nedenler

### A- Genel Olarak

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun öngörülmesinin temelinde yatan hukuki nedenler belirli ekonomik sonuçları da beraberinde getirir. Esasen, sermaye piyasasının arzu edilen özelliklerde işleyişinin sağlanmasının bireyler, şirketler, piyasa ve bütünüyle ülke ekonomisinde doğuracağı tüm ekonomik sonuçlar bu kapsama dahildir.

Tarihsel süreç göstermektedir ki, şirketler kârlarını maksimize etmeye yönelik organizasyonlar olarak belirli önceliklere sahiptir. Şirketlerin sahip olduğu öncelikler, kendi yararına odaklanmış olan şirket tüzel kişiliği dışındaki kişiler üzerinde belirli tehditleri tabii kılmaktadır. Şirketin faaliyetleriyle bu kişilere iyi veya kötünîyetle zarar doğurucu bir eylem ya da işlemde bulunması söz konusu olabilmektedir<sup>881</sup>. Kamuyu aydınlatmanın maddi ve şekli yönüyle ortaya koyduğu gereklilikler, bu alan özelinde ilgili kişilerin iyiniyetle üçüncü kişiler üzerinde zarar doğurucu faaliyette bulunmalarını engellemeye yönelmiştir. Bu noktada, sorumluluk hükümleri aracılığıyla da ilgililere kötünîyetle zarar verilmesinin caydırılması ve zarar meydana gelmişse de tazmini sağlanarak piyasanın varlığını koruyabilmesinin sağlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasasının kendine özgü yapısına bakıldığında, piyasanın “doğrudanlığı” sebebiyle birinci el piyasa işlemlerinde fon arz edenler ve fon talep edenler karşı karşıya gelmektedir. Bu durumda güven gereksinimi daha da önem kazanmakta ve buna yönelik düzenlemeler yapılmaya çalışılmaktadır. Yatırım kuruluşlarının aracılık faaliyeti yürütmesinin öngörülmesi ile piyasanın SPK’nın denetim ve gözetiminde olması yine bu güveni temine yönelmiş hukuki araçların başında gelmektedir. Bu sebeple sermaye piyasasında kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun ekonomik işlevleri ön planla çıkmaktadır.

Öte yandan, sermaye piyasası içinde birinci el piyasada alıcı, ikinci el piyasada da alıcı ve satıcı kitlesinin genişliğı, piyasada gerçekleştirebilecek olumsuz gelişmelerin etki alanının geniş olması sonucunu beraberinde getirecektir. Bu yüzden sermaye piyasasının yapısından kaynaklanan geniş menfaat sahibi kitlesinin haklarının sorumluluk hükümleri ile güvence altına alınması ihtiyacı doğmaktadır.

Birinci el piyasada kamuyu aydınlatmanın özel olarak düzenlenmesi ve sorumluluğa bağlanması önemlidir. Zira, ihraççıların özellikle pay halka arzında daha

---

<sup>881</sup> “Şirket” kavramının tarihsel süreç çerçevesinde bu açıdan kapsamlı ve eleştirel bir değerlendirmesi için bkz. **Bakan, J.:** Şirket, 1. Baskı, İstanbul 2007.

yüksek fiyattan satış yapabilmek için olumsuz bilgileri saklama istekleri kuvvetlidir<sup>882</sup>. İkinci el piyasada ise ihraççı şirket istisnai hâller dışında satıcı konumunda değildir. Yine de piyasa aktörleri arasındaki bilgi asimetrisinin yaratacağı tehlikeler, bu piyasada da bilginin sağlıklı oluşumu ve muhatapların eşit şekilde bilgiye ulaşmalarının sağlanmasını gerekli kılmaktadır. Kamuyu aydınlatma ihlallerine ilişkin olarak oluşturulan etkin bir sorumluluk rejimi, ilke kapsamında öngörülen yükümlülüklerle uyulmasını teşvik ettiği gibi piyasa şeffaflığını da geliştirir<sup>883</sup>. Kamuyu aydınlatma muhataplarının piyasadaki bilgilerin doğruluğunu denetleme konusunda geniş imkânlarla sahip olmaması, bu alanda özel koruma normlarının yürürlüğe konulması ve piyasanın yetkili kamu otoritesinin denetimine tabi kılınması gereksinimini artırmıştır. Dolayısıyla bilgi paylaşımındaki sağlıklı durumun engellenebilmesi sorumluluk düzenlemelerinin zorlayıcılığı ile mümkün olur.

Daha önce de değinildiği üzere, olumsuz bilgilerin aktarımı konusunda şirketlerin ve yöneticilerin isteksizliği, bilgi paylaşımının önündeki temel engeller arasında yer almaktadır. Bu durum yöneticilerin prestij ve gelir kaybı yaşamak istememeleri ile şirket değerinin ve kredibilitésinin düşmesinin arzu edilmemesi gibi nedenlerden kaynaklanır. Keza, kamuyu aydınlatmanın bilgi üretme ve yayım giderleri ile maliyet doğurucu olması da, şirketlerin doğal durumlarında bilgi paylaşımını tercih etmemelerine yol açmaktadır. Sorumluluğa ilişkin düzenlemeler, piyasanın yapısından kaynaklı bu isteksizliği kırmada da etkilidir.

## **B- Etkin Sermaye Piyasası Teorisi**

Yukarıda belirtilenlere ek olarak, sorumluluk hükümlerinin sevk edilmesinin ekonomik temellerindeki esaslı nokta ise *etkin sermaye piyasası teorisinin* ortaya koyduğu varsayımdır. Bu teorinin ortaya koyduğu tez, sermaye piyasası aracının fiyatının kamuya sunulmuş bilgileri yansıttığıdır<sup>884</sup>. Hal böyle iken sermaye piyasasındaki fiyat oluşumunun ideal ve adil şekilde gerçekleşmesinin yolu bilgi güvenilirliğinin sağlanmasından geçmektedir.

Etkin sermaye piyasası teorisine belirli eleştiriler getirilmiş olsa da, bu teori hâlâ karşılaştırmalı ampirik çalışmalarla güvenilir bulunmaktadır<sup>885</sup>. Teori gereğince etkin

---

<sup>882</sup> Fox, Mandatory Disclosure, s. 269.

<sup>883</sup> Ringe/Hellgardt, s. 25.

<sup>884</sup> Fox, Mandatory Disclosure, s. 243; Easterbrook/Fischel, s. 694; Klöhn, Marktbetrug, s. 675; Wichmann, s. 58; Richter, s. 21-26.

<sup>885</sup> Richter, s. 21.

piyasalar, “güçlü”, “yarı güçlü” ve “zayıf” olmak üzere üç farklı formda şekillenebilir. Güçlü form, bütün bilgilerin anında fiyata yansıdığı piyasayı; yarı güçlü form, açıklanmamış içsel bilgiler hariç olmak üzere kamuya açıklanmış ve herkes tarafından ulaşılabilir olan şirketin geçmişine ve bugününe ilişkin bütün bilgilerin anında fiyatlara yansıdığı piyasayı; zayıf form ise yalnızca geçmişteki bilgilerin fiyatlara yansıdığı piyasayı ifade eder<sup>886</sup>. Uygulamada yarı güçlü etkin piyasanın varlığı kabul edilmektedir<sup>887</sup>. Bu piyasada yatırımcıların, piyasa fiyatının bilgiyi yansıttığına dair güvenlerinin korunması gerekmektedir<sup>888</sup>. Bu koruma gerekliliği ABD’de kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davalarında illiyet bağının ispatında farklı bir bakış açısını beraberinde getirmiş ve bu yaklaşım daha sonra Almanya ve Türkiye’de dahil olmak üzere farklı ülkeleri etkilemiştir<sup>889</sup>.

Bununla birlikte, etkin piyasa teorisi kendi içerisinde tahsis etkinliği (*allocational efficiency*), kurumsal etkinlik (*institutional efficiency*) ve operasyonel bir başka deyişle işlemsel etkinlik (*operational efficiency*) şeklinde sınıflandırılmaktadır<sup>890</sup>. Kıt finansal kaynakların yatırım olanaklarına tahsis edilmesini sermaye piyasasının temel fonksiyonu olarak gören *tahsis etkinliği*ne göre kamuyu aydınlatma bilgi asimetrisini engelleme fonksiyonuna sahiptir. Bilgi eksikliği, piyasaya zarar verici ve piyasanın etkinliğini bozucu bir durum olarak kabul edilmektedir<sup>891</sup>. Sermaye piyasasındaki hileli işlem ve eylemler tahsis etkinliğini düşürdüğünden<sup>892</sup> bu tür işlem ve eylemlerin engellenmesi gerektiği düşünülmektedir. Piyasada doğru bilgilerin egemen olması, yatırımcıların tasarruflarının daha optimal tercihlere yönltilmesini sağlar<sup>893</sup> ve bu şekilde tahsis etkinliğine hizmet eder. *Kurumsal etkinlik* ise yatırımcıların ve tacirlerin serbestçe piyasaya ulaşmasına ve piyasadaki ürün çeşitliliğinin ve derinliğinin sağlanmasına yöneliktir<sup>894</sup>. *Operasyonel etkinlik* ise zaman ve işlem maliyetlerine odaklı olarak konuya bakarak yetersiz bir kamuyu aydınlatmanın yatırımcıların bilgilendirilmiş bir yatırım

---

<sup>886</sup> Klöhn, Marktbetrug, s. 675; Wichmann, s. 58, 59; Richter, s. 22-26. Etkin sermaye piyasası teorisi hakkında Türk öğretisinde yapılan açıklamalar için bkz. Sayılğan, s. 28-31; Manavgat, HAAO, s. 189-192.

<sup>887</sup> Klöhn, Marktbetrug, s. 675; Wichmann, s. 59.

<sup>888</sup> Richter, s. 26.

<sup>889</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-“İllyet Bağ”.

<sup>890</sup> Brinckmann, Foundations, s. 266-269.

<sup>891</sup> Brinckmann, Foundations, s. 266.

<sup>892</sup> Easterbrook/Fischel, s. 673.

<sup>893</sup> Easterbrook/Fischel, s. 673.

<sup>894</sup> Brinckmann, Foundations, s. 268.

kararı alabilmeleri için daha yüksek maliyetler doğuracağını ortaya koyar<sup>895</sup>. Kamuyu aydınlatmanın işlerlik kazanması ise yatırımcının bilgiye ulaşmasındaki zaman ve işlem maliyetlerini düşürücü etki doğurur.

Sonuç itibarıyla etkin bilginin fiyatı belirlemesi varsayımına dayanan etkin piyasa teorisinde, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının ve hatta şirket değerliliklerinin sağlıklı oluşumu için kamuyu aydınlatmaya ihtiyaç duyulmaktadır. Bu durumda bilginin nitelikleri daha da önem kazanmakta ve bilginin aranan niteliklere uygun olmadığı ya da uygun şekilde aktarılmadığı durumlarda sorumluluk öngörülmesi gerekliliği daha da ön plana çıkmaktadır.

## **II- KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN DOĞAN HUKUKİ SORUMLULUĞA İLİŞKİN DÜZENLEMELER**

### **1- Ulusal Düzenlemeler**

#### **A- Yasal Çerçeve**

Anonim şirketlerin işlem ve eylemleriyle üçüncü kişilere verdikleri zararların tazmini konusunda uygulama alanı bulabilecek düzenlemeler arasında üçlü bir ayrım yapılabilir. Bunlar; kurulan ilişkinin hukuki temeline göre belirlenecek genel hükümler, Türk Ticaret Kanununun anonim şirketler hukukuna ilişkin hükümleri ve ilgili özel kanunlarda yer alan hükümlerdir.

Türk sorumluluk hukukunun<sup>896</sup> genel esaslarına yer verilen TBK'nın ilgili düzenlemeleri ve sorumluluk hukukunun temel ilkeleri, TTK'nın anonim şirketler hukukunun düzenlendiği kısmında yer alan sorumluluk düzenlemeleri ve nihayet bu alanda yürürlüğe konulan özel hükümler olarak SerPK'nın ilgili düzenlemeleri kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun yasal çerçevesini oluşturur.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta uygulanabilecek genel hükümler konusunda bir liste verebilmek mümkün değildir. Taraflar arasındaki ilişkinin hukuki temeline yönelik yapılacak belirlemelere göre<sup>897</sup> genel hükümlerin uygulanması iki şekilde karşımıza çıkar.

Bunlardan ilki, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin özel hükümlere gidilmeksizin genel hükümler uyarınca zararın tazmininin talep edildiği

<sup>895</sup> **Brinckmann**, Foundations, s. 269.

<sup>896</sup> “Sorumluluk hukuku” ifadesinin dar anlamda haksız fiil sorumluluğunu, geniş anlamda ise genel davranış yükümlülüklerine ya da sözleşmeden doğan borçlara aykırı hareket edilmesinden doğan borçları da içerdiği hakkında bkz. **Baysal**, s. 5, 6, dpn. 1.

<sup>897</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-III-“Sorumluluğun Hukuki Temelleri”.

durumlardır. Bu durum davacının özel hükümler çerçevesinde zararını tazmin ettirebilmesinin mümkün olmadığı hâllerden kaynaklanabilir<sup>898</sup>. Bu noktada önemle ve öncelikle belirtmek gerekir ki, kanun koyucunun amacı, yatırımcılara sermaye piyasası mevzuatı ile bu alanın ihtiyaçlarına uygun ek bir koruma sağlamaktır<sup>899</sup>. Özel hükümler ile sorumluluğa ilişkin genel hükümlerin dışlanması amaçlanmamaktadır<sup>900</sup>. Bu yüzden genel hükümlere dayanan taleplerin engellenmesi söz konusu değildir<sup>901</sup>. Taraflar arasındaki ilişkinin türüne bağlı olarak genel hükümlere dayalı hukuki sorumluluk davası açılabilmesi her zaman mümkündür.

Genel hükümlerin uygulama alanına sahip olacağı ikinci hâl ise özel hükümlere dayanan bir davada bu düzenlemelerin uyumsuzluğun çözümünde yetersiz kaldığı nispette tamamlayıcı hüküm olarak genel hükümlere başvurulmasıdır.

Hemen belirtelim ki, genel hükümlerden yalnızca TBK hükümleri ve sorumluluk hukukunun genel ilkeleri anlaşılmamalıdır. TTK da bu anlamda kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğa yönelik özel kanun hükümlerine göre genel hüküm niteliğinde sayılabilecek düzenlemeler içermektedir. Bu noktada, SerPK’da yer alan özel hükümlerden bağımsız şekilde TTK’nın öngördüğü dava olanaklarına başvurulması da

---

<sup>898</sup> SerPK m. 32/6. fıkrasında öngörülen özel zamanaşımı süresinin geçmiş olması buna örnek olarak gösterilebilir (Bkz. Dördüncü Bölüm-VI-“Zamanaşımı”).

<sup>899</sup> Aynı yönde **Ayoğlu, T.:** İzahnameden Doğan Sorumluluk, İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Hukuku’na Etkileri, İstanbul 2009, s. 649.

Nitekim, aşağıda da belirtileceği üzere, Alman hukukunda da özel hükümler mevcut olmasına rağmen Alman Medeni Kanunu’nun (BGB, *Bürgerliches Gesetzbuch*) § 823.2 hükmü ile § 826. paragrafı özel durum açıklamalarından ve izahnameden doğan hukuki sorumluluk açısından da uygulama alanına sahiptir (**Richter**, s. 7, 44-45; **Wagner, G.:** Schadensberechnung im Kapitalmarktrecht, ZGR 2008/4, s. 498-499, 500-503). Ayrıca bkz. Üçüncü Bölüm-II-2-C-“Almanya”.

<sup>900</sup> Yargıtay İçtihadı Birleştirme Genel Kurulu, 04.06.1958 tarih, E. 1958/15, K. 1958/6 sayılı kararında “... *umumi hükümle hususi hüküm karşılaştığı zaman, hadiseye ancak hususi hükmün tatbik olunabilmesi, hukukun umumi kaidelerindendir ...*” ifadesine yer vermiş olsa da, öğretide özel bir hükmün, kapsamına giren bütün hâllerde genel hükmün uygulanmasına engel olmadığı dile getirilmiştir (**Çağa, T.:** Özel Hüküm Genel Hüküm Daima Bertaraf Eder Mi?, TBB Dergisi 1991, S. 3, s. 371-375). Yazar, özel hükmün genel hükmü bertaraf edebilmesi için kanun koyucunun özel bir hüküm sevk ederken bu hükmün kapsamına giren olaylara artık genel hükmün uygulanmamasının ve münhasıran özel hükmün uygulanmasının irade ve arzu edilmiş olması gerektiğini ifade etmiştir (**Çağa**, s. 373, 374). Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin özel hükümlerde kanun koyucunun bu tür bir amacı söz konusu değildir.

<sup>901</sup> Nitekim, 6362 sayılı SerPK’nın kanunlaşma sürecinde SPK tarafından kamuoyunun görüşüne açılan “Tasarı Taslağı”nda yer alan 32. maddenin son fıkrasında “*Genel hükümler çerçevesinde ileri sürülebilecek talepler saklıdır*” ifadesine yer verilmiştir. Söz konusu ifade de aynı bakış açısını yansıtmaktadır.

Bu düzenleme, Taslağın Tasarı hâline getirilme sürecinde metinden çıkarılmıştır. Bu tercihin sebebi Kanunun gerekçesi ve Komisyon raporlarından anlaşılamamaktadır. Söz konusu ifadenin Kanunda yer alması farklı bir hukuki sonuç doğurmaz. Ancak, yine de bu ifadenin konuyla ilgili uygulamada oluşabilecek tereddütü ortadan kaldırabilecek nitelikte olması dolayısıyla Kanunda yer alması daha doğru bir tercih olabilirdi.

her zaman mümkündür. TTK'nın bu yöndeki düzenlemelerine bakıldığında, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin düzenlemeler (m. 549-553; 555-557), denetçinin kendi görev alanında sorumluluğuna ilişkin düzenlemeler (m. 404, 554) konu ile ilgilidir. Keza ticaret şirketlerinin birleşme, bölünme veya tür değiştirme işlemlerinde kamuyu aydınlatma belgeleri ile zarara yol açılması hâlinde TTK m. 193'e de başvurulabilir. Bunlara ek olarak, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin haksız rekabet teşkil ettiği durumlarda TTK'nın haksız rekabete ilişkin hükümleri (m. 54-63) de uygulama alanı bulabilir.

Konuyla ilgili özel hükümler ise sermaye piyasası mevzuatında yer bulmuştur. Hukukumuzda kamuyu aydınlatma belgelerinin bir bütün olarak bir arada özel bir hukuki sorumluluğa tabi tutulması, hâlâ yeni olarak görülebilecek derecede yakın zamanda gerçekleşmiştir. Kanun koyucunun 6362 sayılı SerPK ile “kamuyu aydınlatma belgesi” kavramını hukuki bir terim olarak benimsemesinin ardında yatan husus da esas itibarıyla bu belgelerin özel bir sorumluluk rejimine bağlanması isteğidir. Bu çerçevede, SerPK'nın 32. maddesi ile kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk değişik boyutlarıyla düzenleme altına alınmıştır<sup>902</sup>.

Kanun koyucu, hukuki nitelik itibarıyla bir kamuyu aydınlatma belgesi olarak kabul ettiği izahnameyi 32. maddenin yanı sıra Kanunun 10. maddesi ile özel olarak düzenlemiştir. Bununla birlikte, 6102 sayılı TTK'nın aşağıda ele alınacak olan 549. maddesi izahnameden doğan sorumluluğu da içermektedir. Esasen izahnameden doğan sorumlulukla diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk için farklı hukuki esasların belirlenmesi düşüncesi yabancı hukuk sistemlerinde de önerilmiş<sup>903</sup> ve ABD ile Almanya başta olmak üzere değişik ülkelerde bu yönde düzenleme yapılmıştır.

## **B- İzahnameden Doğan Sorumluluğun Diğer Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Farklı Esaslara Tabi Kılınmasının Nedenleri**

İzahnameden doğan sorumluluğun diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden farklı esaslara tabi kılınmasının temelinde yatan nedenler çok çeşitlidir.

Her şeyden önce izahname ile diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin düzenlenmesine yol açan hukuki saikler farklıdır. İzahnamenin sermaye piyasası araçlarının halka arzı ya da borsada işlem görmesi için hazırlanması ile bu belgenin SPK

<sup>902</sup> SerPK m. 32'nin zaman bakımından uygulanması konusunda ise yeni düzenlemelerin yalnızca Kanunun yayım tarihi olan 30.12.2012 tarihinden sonra kamuya açıklanan belgeler için uygulama alanına sahip olduğu kararlaştırılmıştır (Geçici Madde 8/7).

<sup>903</sup> **Davies**, Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections, s. 297; **Richter**, s. 10-12.



tarafından onayı ve kamuyu paylaşılması gerekmektedir. Daha önce de ayrıntılı şekilde açıklandığı üzere, izahname kural olarak şirketin sermaye piyasası araçlarını birinci el piyasadan alacak kişilerin bu konuda verecekleri kararlara temel olan bilgileri sağlayan bir kamuyu aydınlatma belgesidir. İzahname, bu şekilde satım sözleşmesi öncesi satıcı konumundaki şirketin kendisi ve satıma konu ettiği varlıklar hakkında bilgi vermesi hukuki nedenine dayalı olarak düzenlenirken diğer belgelerde böyle bir durum söz konusu değildir. Kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamındaki bir şirketin faaliyet süresi içerisinde yukarıda açıklanan amaçlar çerçevesinde bütün muhatapların korunabilmesine yönelik olarak periyodik yahut belirli bir konuya bağlı olarak düzenlenmektedir. Bu farklılığı önemli kılan ise ihraççının birinci el piyasada yatırımcıyla doğrudan karşı karşıya bulunması dolayısıyla ikinci el piyasaya göre daha baskın bir role sahip olmasıdır<sup>904</sup>. Daha açık bir anlatımla, birinci el piyasada ihraççı, sermaye piyasası aracının satışı yapılırken kendisi ve halka arz ettiği sermaye piyasası aracı hakkında bilgi veren konumunda iken ikinci el piyasada ise ihraççının bu tür bir satıcı statüsü söz konusu değildir. İkinci el piyasada ihraççı, sermaye piyasası araçları piyasada işleme konu olduğu için sermaye piyasası mevzuatı gereği kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi tutulan kişi konumundadır. Bu bağlamda, birinci el piyasada izahnameyi düzenleyen ihraççının verdiği bilgiler ile yatırımcıların zararına olmak üzere haksız bir kazanç elde etme rizikosunun varlığı farklı bakış açılarını gerektirmektedir.

Göz önüne alınması gereken bir diğer husus ise kamuyu aydınlatmanın hukuki düzenlemelerle emredici ve zorunlu bir gereklilik olması ihtiyacını doğuran sebeplerden birini oluşturan olumsuz durumların şirketler ve yöneticileri tarafından saklanması yahut aldatıcı şekilde ifade edilmesi eğiliminin, izahname ve diğer kamuyu aydınlatma belgelerinde farklı derecelerde söz konusu olmasıdır. İzahnamedeki bilgilerin, şirket tarafından satışı yapılmak istenen sermaye piyasası araçlarına ilişkin yatırımcı talebine doğrudan yansımaya olacağı ve bunun da araç fiyatı başta olmak üzere belirli açılardan sonuçlar doğuracağı için ihraççıların bu tür belgelerde olumsuz bilgileri saklamaya daha yatkın oldukları bir gerçektir.

İzahname ile diğer kamuyu aydınlatma belgeleri arasında yaratılan farklılığa ilişkin olarak bu belgelerin düzenlendikleri piyasaların niteliğinin beraberinde getireceği etki açısından söz konusu olan durumu da vurgulamakta yarar vardır. Birinci el piyasadaki ihlallerin, ikinci el piyasaya göre piyasaya duyulan güvenin kaybı hususunda

---

<sup>904</sup> Kalss, s. 80.

toplumda daha fazla infial uyandırdığı kabul edilmektedir<sup>905</sup>. Bunun sebebi, birinci el piyasada sermaye piyasası aracını satan şirketin yatırımcı çevresine verdiği zararın piyasadan fon talep eden kesimin fon arz eden kesime zarar vermesi anlamı taşımasıdır. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesinin en temel amaçlarından birini oluşturan piyasa fonksiyonlarının korunması amacı açısından birinci el piyasanın özel olarak ele alınması gerekmektedir. Her ne kadar piyasa fonksiyonlarına zarar verdiğinde şüphe olmasa ve hukuken uygun görülme de, ikinci el piyasada oluşan bilgi farklılığı dolayısıyla bazı yatırımcılar zarara uğrarken diğer bazıları da bu miktarda kâr elde edeceğinden yatırımcıların bütününe piyasaya arz ettiği fon miktarında bir kayıp söz konusu olmamaktadır. Bu durumda bilgi sağlayıcısının verdiği bilgi ile doğrudan kendisine maddi yarar elde etmesi söz konusu olmadığından ikincil piyasada daha farklı bir değerlendirme gerekliliği doğmaktadır<sup>906</sup>. Bu noktada, ikinci el piyasada hukuka aykırı şekilde gerçekleştirilen kamuyu aydınlatma dolayısıyla farklılaşmış fiyat üzerinden sermaye piyasası aracı üzerinde işlem yapanların şirkete yönelttikleri sorumluluk davasının da dolaylı olarak şirketin mevcut pay sahiplerine yönelik etki doğuracağı ve bunlardan zarara uğrayan yatırımcılara bir servet transferinin söz konusu olacağı da gözden uzak tutulmamalıdır<sup>907</sup>.

Ayrıca, şirketin izahnamede bilgilerin kamuya sunulmasından önce hazırlanması ve teyit edilmesi imkânları diğer belgelere göre daha geniştir<sup>908</sup>. Farklı uzmanlık alanlarından kişilerin katılımıyla oluşturulan izahnamelerde bu kişilerin kendi alanlarıyla ilgili ürettiği bilgiler bütünü yer almaktadır. Dolayısıyla bu süreçteki farklı bilgi üretim ve kontrol imkânlarının varlığı madalyonun diğer yüzünde bu kişiler için daha farklı bir sorumluluğun öngörülmesini anlaşılır kılmaktadır.

İzahnamenin geniş kapsamlı bir belge olması<sup>909</sup> kendi içerisinde birbirinden farklı konuları içeren değişik hususları içermesi sonucunu beraberinde getirmektedir. Bir başka deyişle, değişik uzmanlık alanlarının ürettiği bilgi tek bir belgede birleşmektedir. Bunun

---

<sup>905</sup> **Kalss**, s. 80. İkinci el piyasa işlemlerinde zarar gören yatırımcının zararının işlemin diğer tarafını oluşturan yatırımcının kârını oluşturmaya dolayısıyla bu piyasadaki sosyal zararın birinci el piyasaya göre daha düşük olduğu değerlendirilmesi için bkz. **Manavgat**, HAAO, s. 233.

<sup>906</sup> İkinci el piyasada piyasaya bilgiyi sunan kişiler ile işlemi yapan kişilerin farklı olmasının sorumluluk davalarında birinci el piyasaya göre farklı zorlukları beraberinde getirdiği hakkında bkz. **Richter**, s. 8, 10-12.

<sup>907</sup> **Coffee, J. C.:** Causation by Presumption-Why The Supreme Court Should Reject Phantom Loses and Reverse Broudo, *The Business Lawyer* 2005, Vol. 60, s. 541, 542.

<sup>908</sup> **Davies**, Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections, s. 303, 304; **Richter**, s. 10.

<sup>909</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-4-“İzahnamenin İçeriği ve Şekli”.

sonucunda, izahnameye bilgi sağlayan değişik kişi ve kuruluşların hukuki sorumluluğunun adil ve hakkaniyetli şekilde düzenlenmesi önem kazanmaktadır.

İzahnameden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin esaslar, özellikle, aşağıda açıklanacak olan dereceli sorumluluk ve teselsül açısından diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden ayrılrsa da, birçok yönden kamuyu aydınlatma ile ortak bir temele sahiptir. Bu yüzden de kamuyu aydınlatma belgelerinin, farklılıkları da içerir şekilde tek çatı altında düzenlenmesinin tercih edilmesinin sistematik bakımdan daha doğru bir tercih olabileceği de öğretilde belirtilmiştir<sup>910</sup>.

Kanaatimizce, yukarıda belirtilen nitelik farklılıkları ve taraf menfaatlerinin özel olarak ele alınması gerekliliği dolayısıyla izahnameden doğan sorumluluğun ayrıca ve özel olarak düzenlenmesi isabetlidir. Hukukumuzdaki düzenlemelerin bu ihtiyacı ne ölçüde karşılayabildiği ve yerindeliği ayrıca ve aşağıda yeri geldikçe değinilecek bir konudur. Bu değerlendirme yapılırken de izahname için özel hükümler sevk edilmesinin altında yatan nedenler ile düzenlemeler arasında yaratılan farklılığın ne derece örtüştüğü ve söz konusu düzenlemelerin amaca uygun olup olmadığı ortaya konulacaktır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin hükümlerin dağınık olması ve bu bağlamda özellikle TTK ile SerPK arasında ilişki kurulmasının kaçınılmaz olması kuşkusuz bir zorluk yaratmaktadır. Ancak, uygulanacak hükümlere yönelik belirlemenin doğru yapılmasının yanlış algıları<sup>911</sup> ve tereddütleri gidermesi beklenmektedir.

## C- İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk

### a- Sermaye Piyasası Mevzuatında

İzahnameden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin tarihsel sürece bakıldığında, bu konunun mülga 2499 sayılı SerPK'nın ilk hâlinde düzenlenmediği göze çarpmaktadır. Bu dönemde izahnamede yanlış, yanıltıcı yahut eksik bilgilendirmenin hukuki ve cezai

---

<sup>910</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 230; **Keskin**, s. 111.

6362 sayılı SerPK'nın sorumluluk hükümlerinin, ayrıntılı olmakla birlikte dağınık ve tekrarlara neden olacak şekilde düzenlendiği ancak etkin ve uygulanabilir nitelikte olduğu hakkında bkz. **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 38, 44.

İlgili hükümlerin gözden geçirilerek yeknesaklık sağlanması gerektiği görüşü hakkında bkz. **Odman Boztosun, A.:** Hukuksal Açıdan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği, Ankara 2013, s. 156.

<sup>911</sup> İzahnameden dolayı sorumluluk davasının 10. maddeye değil 32. maddeye dayalı olarak açılması hâlinde davalı açısından kusurun ispat yükümlülüğü bağlamında daha uygun bir durum yaratılacağına yönelik yanlış algı için bkz. **Haselçin, İ.:** İzahname Sorumluluğu Çelişkili, 26 Aralık 2012 tarihli Bloomberg yazısı (<https://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/ibrahim-haselcin/1274186-izahname-sorumlulugu-celiskili>).

sorumluluğa bağlanması gerektiği öğretide ifade edilmiştir<sup>912</sup>. Bir süre sonra 1992 yılında 3794 sayılı Kanunun 6. maddesi ile mülga SerPK'nın 7. maddesi değiştirilmiş ve yeni düzenlemenin ikinci fıkrasında “*İzahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından müştereken imzalanır. Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumludur. Ancak, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilir.*” hükmüne yer verilmiştir. Ne var ki, bu düzenleme Türk hukuk uygulamasında 1992 yılı sonrasında da izahnameden doğan hukuki sorumluluğun etkinlik kazanmasını sağlayamamıştır.

6362 sayılı SerPK kanun koyucusu bu farkındalıkla konuya yaklaşmış; kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu ve izahnameden doğan sorumluluğu ayrı ayrı maddelerde özel olarak ve kapsamlı şekilde ele almıştır. Bu tercihte başta AB hukukunda olmak üzere 1992'den bu zamana gerçekleşen uluslararası gelişmelerin de etkisi olmuştur. AB'nin, yukarıda değinilen ve aşağıda da sorumluluğa ilişkin hükümleri ayrıca ele alınacak olan 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi, izahnameden doğan sorumluluğun Birliğe üye devletler arasında tartışılmasına ve ulusal hukuk düzenlerinin bu açıdan gözden geçirilmesine yol açmıştır. Türk kanun koyucusu da bu gelişmelere kayıtsız kalmamış ve 6362 sayılı SerPK ile yeni bir sorumluluk rejimi oluşturmuştur.

SerPK'nın “*İzahnameden sorumlu kişiler*” kenar başlıklı 10. maddesi şu şekildedir:

“(1) *İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan ihraççılar sorumludur. Zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde; halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur.*

(2) *Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar da hazırladıkları raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden bu Kanun hükümleri çerçevesinde sorumludur.*”

İlk olarak, söz konusu maddenin kenar başlığının isabetli olarak belirlenmediği söylenebilir. Zira madde metninden de anlaşılacağı ve aşağıda açıklanacağı üzere, bu düzenlemede sadece izahnameden sorumlu kişiler belirlenmemiş aynı zamanda

---

<sup>912</sup> Kabaalioglu, 1988, s. 545.

izahnameden doğan hukuki sorumluluk da ayırt edici özellikleri ile düzenleme altına alınmıştır.

İkinci olarak belirtelim ki, sermaye piyasası araçlarının halka arzı için düzenlenen izahname ile Borsa’da işlem görmesi için düzenlenen izahname arasında hukuki sorumluluk açısından hukukumuzda bir ayırım yapılmamıştır. Oysa, aşağıda da değinileceği üzere<sup>913</sup>, Alman hukukunda izahnamenin türüne göre bir farklılık yaratılmıştır.

İzahname, düzenlenme amacı ve gerekliliği bağlamında birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi olsa da, bu karakteristik özelliği yalnızca birinci el piyasa işlemlerinde dikkate alınan bir belge olduğu anlamına gelmez. 6362 sayılı SerPK ile izahnameye belirli bir geçerlilik süresi tanınmış olduğundan<sup>914</sup>, izahnameden doğan hukuki sorumluluğun birinci el piyasa işlemleriyle sınırlı kabul edilmemesi ve geçerlilik süresi içerisinde ikinci el piyasayı da kapsadığı kabul edilmelidir<sup>915</sup>. Bu çerçevede, izahname dolayısıyla sorumluluk sadece sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecinde izahnameyi göz önüne alarak satın alma kararı veren kişilere karşı değildir. Dolayısıyla izahnameden doğan sorumluluk sonraki ikinci el piyasa işlemleri açısından da belirli bir süre geçerli olduğundan satıcının adı bir satım sözleşmesindeki bilgi verme yükümlülüğünden farklılaşmaktadır.

Ekleme gerekir ki, SerPK’nın yukarıda yer verilen 10. maddesinin 2. fıkrasında bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının sorumluluğunun birinci fıkra da sayılan kişilerden ayrı şekilde düzenlendiği görülmektedir. Bu durum söz konusu kuruluşların birinci fıkra da sayılan kişilerden ayrı bir statüde sorumlu tutulmasına yol açmaktadır<sup>916</sup>.

Diğer taraftan, izahnameden doğan sorumluluğa uygulanacak hükümlere ilişkin olarak izahnamenin bir kamuyu aydınlatma belgesi olması dolayısıyla SerPK m. 32’nin de kapsamı içerisinde olduğunun unutulmaması gerekir. Yalnız, SerPK’nın 32. maddesi izahnameyi de içeren bir üst kavram niteliğinde olan kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğu düzenlemektedir. Bu düzenlemenin de Kanunda yer bulmasına rağmen izahnameden doğan sorumluluğun ayrı bir maddeyle düzenlenmesi, SerPK m. 10’un özel

---

<sup>913</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-II-2-C-“Almanya”.

<sup>914</sup> SerPK m. 9 uyarınca izahnamenin geçerlilik süresi izahnamenin ilk yayımı tarihinden itibaren oniki aydır (Bkz. İkinci Bölüm-III-9-“İzahnamenin Geçerlilik Süresi”).

<sup>915</sup> **Hopt**, Die Haftung für Kapitalmarktinformatoren, s. 104. Ayrıca bkz. Dördüncü Bölüm-II-3-B-“İkinci El Piyasa İşlemleri Dolayısıyla”.

<sup>916</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-III-2-F-“Bağımsız Denetim, Derecelendirme ve Değerleme Kuruluşları ile Benzeri Kişi, Kurum ve Kuruluşlar” ve Dördüncü Bölüm-IV-1-“İzahnameden Dereceli Sorumluluk”.

bir hüküm olarak görülmesi gerektiğini kuşkuyla yer bırakmayacak şekilde ortaya koymaktadır. Nitekim, Kanunun 10. maddesinin 32. maddeye göre özel hüküm niteliğinde olduğu öğretide de oybirliğiyle kabul edilmektedir<sup>917</sup>. Bu durumda izahnameden doğan sorumluluğa öncelikli olarak 10. madde uygulanacak; 32. maddenin 10. maddeye aykırı olmayan hükümleri de yine somut uyuşmazlıklarda uygulama alanına sahip olacaktır.

Hemen belirtelim ki, sermaye piyasası mevzuatında izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin düzenlemeler SerPK m. 10 ve 32 ile sınırlı değildir. “İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1)”nin 7/3. fıkrası ve 25. maddesi de izahnameden doğan hukuki sorumlulukla ilgilidir.

6362 sayılı SerPK’nın yürürlüğe girmesi sonrasında Kanunun 10. ve 32. maddesinden oluşan izahnameden doğan sorumluluk düzenlemelerinin AB ve ABD düzenlemelerine uygun şekilde kaleme alınmasının amaçlandığı, yatırımcılar açısından yeterli öngörülebilirlikte olduğu ve “*öngörülebilir bir koruma mekanizması oluşturulduğu*” düşüncesi dile getirilmiştir<sup>918</sup>. Söz konusu düzenlemelerin yerindeliği ve ihtiyaçlara uygun olup olmadığı ile eksik yönleri aşağıda ilgili bölümlerde ortaya konulacaktır.

SerPK m. 91’e 25.02.2020 tarihinde Kanuna eklenen üçüncü fıkrası da izahnameden doğan sorumluluğa ilişkindir. Bu düzenleme ile yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek nitelikteki taahhüt ve açıklamalara aykırılıklar ile taahhütlerin yerine getirilmemesi durumlarında SPK’nın bazı kararları alma ve bazı davaları açma hakkına sahip olduğu hükme bağlanmıştır. Anılan fıkranın son derece uzun olan ilk cümlesiyle SPK’nın konuyla ilgili idari yetkileri<sup>919</sup> düzenlenmiştir.

---

<sup>917</sup> Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 39; Manavgat, HAAO, s. 229, 230; Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 123; Çatakoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 128; Turan, s. 216; Adıgüzel, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 38; Meral, N.: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2020, s. 350.

Şu hâlde, SerPK m. 32, TTK ve TBK’nın sorumluluk hükümlerine göre özel hüküm, SerPK m. 10’a göre genel hüküm niteliğindedir (Bir hükmün bir başka hükme nisbetle özel diğer bir hükme nisbetle genel hüküm niteliğinde kabul edilebileceği hakkında bkz. Çağa, s. 371).

<sup>918</sup> Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 40, 41.

<sup>919</sup> “İzahnamede yer alan yatırımcıların yatırım kararını etkileyecek nitelikteki taahhüt ve açıklamalara aykırı davranılması veya taahhütlerin makul süre içerisinde yerine getirilmemesi ve Kurulun ilgili düzenlemelerine uygun olarak taahhüt ve açıklamalarda değişiklik yapılmamış olması hâlinde, her türlü hukuki ve cezai sorumluluk saklı kalmak kaydıyla, Kurul, ilgililerden aykırılıkların Kurulca belirlenen bir sürede giderilmesini ya da öngörülen işlemleri yapmasını istemeye, taahhüt ve açıklamalarda değişiklik yapıp yapılmadığından bağımsız olarak, Kurula bu durumun makul bir ekonomik veya finansal gerekçeye dayandığını gösterir belge ve/veya açıklama sunulmadığı takdirde, ihraçtan elde edilen nakit veya diğer varlıkların kullanılmasını engellemek amacıyla kamuyu aydınlatma belgesinde yer alan taahhüt ve

SerPK m. 91/3. fıkrasının ikinci cümlesiyle ihraççının ihraçtan elde ettiği fonu izahnamede belirttiği esaslardan aykırı amaçlara yönelik kullanımı hâlinde, SPK'nın ilgili işlemlerin iptaline yönelik dava açma yetkisine sahip olduğu düzenlenmiştir<sup>920</sup>. Söz konusu düzenlemeyle ihraçtan elde edilen tutarın kamuyu aydınlatma belgesinde belirtilen amaçlarla kullanımı güvence altına alınmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda, Kurul; *izahnameye aykırı olarak gerçekleştirilen işlemin* şirketi doğrudan ve yatırımcıları da dolaylı olarak zarara uğratacak olması dolayısıyla işlemin iptalini mahkemeden isteyebilir. Hukuki işlemin iptalinin sağlanmasıyla şirket dışına çıkan bedelin izahnameyi yayımlayan ortaklığa veya kolektif yatırım kuruluşuna iadesine de hükmedileceği kabul edilmiştir. Anılan davanın durumun tespiti tarihinden itibaren üç ay ve her hâlde izahnamenin onay tarihinden itibaren iki yıl içerisinde açılması gerekir. Söz konusu süre hak düşürücü niteliktedir. Ayrıca belirtelim ki, bu belirlemedeki azami sürenin izahnamenin geçerlilik süresi olan oniki aydan uzun belirlenmiş olması, izahnamenin geçerlilik süresi son bulsa dahi bu belgenin içeriğinde yer alan birtakım bilgilerin geçerliliğini koruması gerektiğini gözler önüne sermektedir. Sonuç olarak, bu şekilde idari bir otorite olan SPK'nın talebine bağlı olan bir özel hukuk yaptırımı öngörülmüş olmaktadır. Ancak, bunun bir sorumluluk davası olmaması nedeniyle çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur.

#### **b- Türk Ticaret Kanununda**

TTK'nın anonim şirketlere ilişkinin kısmının “*Hukuki Sorumluluk*” başlıklı onbirinci bölümü 549. madde ile başlamaktadır. “*Sorumluluk hâlleri*” üst başlığı altında yer alan “*Belgelerin ve beyaların kanuna aykırı olması*” kenar başlıklı bu madde “*Şirketin kuruluşu, sermayesinin artırılması ve azaltılması ile birleşme, bölünme, tür değiştirme ve menkul kıymet çıkarma gibi işlemlerle ilgili belgelerin, izahnamelerin, taahhütlerin, beyanların ve garantilerin yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından ve diğer kanuna aykırılıklardan doğan zararlardan, belgeleri düzenleyenler veya beyanları yapanlar ile kusurlarının varlığı hâlinde bunlara katılanlar sorumludur.*” şeklindedir.

---

*açıklamalara aykırı olarak gerçekleştirilen iş ve işlemler için her türlü harç ve teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz istemeye ya da öngöreceği diğer her türlü tedbiri almaya yetkilidir.”*

<sup>920</sup> “*Kurul, ihraçtan elde edilen tutarın izahnameye aykırı olarak kullanılması sonucunu doğurduğu tespit edilen iş ve işlemlerin iptali ve elde edilen nakit ve diğer varlıkların izahnameyi yayımlayan ortaklığa veya kolektif yatırım kuruluşuna iadesi için tespit tarihinden itibaren üç ay ve her hâlde izahnamenin onay tarihinden itibaren iki yıl içerisinde izahnameye aykırı olarak gerçekleştirilen işlemin iptali için dava açmaya da yetkilidir.”*

TTK m. 549 ile ilgili olarak dikkat çekici bir husus da hükmün kapsamı ile ilgilidir. Bu düzenlemenin uygulama alanının sınırlarını konu yönünden çizen hâller “*şirketin kuruluşu, sermayesinin artırılması ve azaltılması ile birleşme, bölünme, tür değiştirme ve menkul kıymet çıkarma gibi işlemler*” olarak belirlenmiştir. Sayılan işlemler arasında özellikle “*sermaye artırımı*” ve “*menkul kıymet çıkarma*” işlemi konumuz açısından önem taşımaktadır. İzahnamenin de açıkça zikredildiği bu düzenlemede, izahnameye ek olarak ayrıca yukarıda sayılan sermaye artırımı ve menkul kıymet çıkarma gibi “*işlemlerle ilgili belgelerin*” de bu düzenlemenin uygulama alanına dahil olduğu görülmektedir.

TTK m. 549’un mehzazını oluşturan İsviçre Borçlar Kanununun 752. maddesinde de izahnamenin yanı sıra “izahnameler veya benzeri bildiriler (*Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen*)” hükmün kapsamındadır. İsviçre öğretisinde, benzer nitelikte belgeler olarak izahname özetleri (*Kurzprospekte*), ilân metinleri (*Werbeschreiben*), reklam spotları (*Werbespots*), internet siteleri ile birçok kişiye birden halka arz dolayısıyla gönderilen e-mailler, sözlü beyanatlar (*mündliche Äußerungen*), gazete ilânlarının (*Inserate in Tageszeitungen*) da bu kapsamda olduğu kabul edilmektedir<sup>921</sup>.

### c- Değerlendirme

Görüleceği üzere, hukukumuzda izahnameden doğan sorumluluğa yönelik olarak SerPK m. 10 ve 32 ile TTK m. 549 olmak üzere üç doğrudan düzenleme bir arada mevcut bulunmaktadır. Şu hâlde, bu düzenlemeler arasındaki bağlantının doğru kurulması uygulanacak hükmün tespiti açısından şarttır. Nitekim, öğretilde SerPK m. 10’un TTK m. 549 ve hatta cezai sorumluluğa ilişkin TTK m. 562/8 hükümleriyle sorun yaratabilme potansiyelinin bulunduğu ifade edilmiştir<sup>922</sup>.

Söz konusu düzenlemelerin ne şekilde uygulanacağı sorusunun yanıtı her iki kanun arasındaki ilişki çerçevesinde ele alındığında, hukukumuzda TTK-SerPK ilişkisini düzenleyen iki temel kanun maddesi göz önünde bulundurulabilir. Bunlardan biri TTK

<sup>921</sup> Roberto/Wegmann, s. 162; Watter, s. 1614, 1615, 1618.

<sup>922</sup> Tekinalp/Çamoğlu, s. 15.

Öte yandan, SerPK m. 10’un gerekçesinde izahnameden doğan hukuki sorumlulukta 6102 sayılı TTK’ya paralel bir uygulamanın benimsendiği ifade edilmiştir (Bkz. Bkz. SerPK Madde Gerekçeleri, m. 10).

SerPK m. 32’nin TTK m. 549’a paralel olduğu görüşü için ayrıca bkz. Kara, s. 142; Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 350, 351.

Kanaatimizce SerPK’nın içerdiği özel hükümler, TTK hükümleriyle aynı yönde olduğunu savunmayı güçleştirecek nitelikte ve iki Kanun hükümlerinin bir arada uygulanmasının sorun yaratacağı esaslı farklılıkları içinde barındırmaktadır.



m. 330, diğeri ise SerPK m. 2/2'dir. TTK'nın "Özel kanunlara tabi anonim şirketlere, özel hükümler dışında bu kısım hükümleri uygulanır" şeklindeki 330. maddesi de SerPK'nın "Bu Kanunda ve bu Kanuna dayanılarak yürürlüğe konulan ikincil mevzuatta hüküm bulunmayan ve<sup>923</sup> diğer kanunlarda bu Kanunun uygulanmayacağına belirtildiği hâllerde genel hükümler uygulanır." şeklindeki 2. maddesinin ikinci fıkrası da kural olarak SerPK'nın öncelikle uygulanacağına işaret etmektedir.

Hukukun temel ilkeleri çerçevesinde duruma baktığımızda da, SerPK'nın bizatihi kendisinin özel kanun olarak nitelendirilmesi doğru olmamakla birlikte<sup>924</sup>, bu Kanunun düzenlemelerinin tamamına yakınının<sup>925</sup> TTK'ya göre özel hüküm (*lex specialis*) niteliğinde olduğu söylenebilir. SerPK'nın 10. maddesi de mahiyeti itibarıyla TTK'nın ilgili 549. maddesine göre hem özel hüküm<sup>926</sup> hem de sonraki tarihli düzenleme (*lex posterior*) olması dolayısıyla öncelikli olarak uygulanma kabiliyetine sahip olduğu düşünülebilir<sup>927</sup>.

Bu noktada, TTK m. 549'da izahnamenin yanı sıra bu madde çerçevesindeki sorumluluğa tabi kılınan "menkul kıymet çıkarma gibi işlemlerle ilgili belgelerin" de düzenlenme amaçları ve işlevleri dikkate alınarak kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olduğunda şüphe bulunmadığını hatırlatmak isteriz<sup>928</sup>. Çelişki ise kanun koyucunun TTK ve SerPK'da bunları farklı şekilde değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Kanun koyucu, TTK m. 549'un uygulama alanında kabul ettiği bu tür belgeleri, SerPK'nın izahnameden doğan sorumluluğun özel olarak düzenlendiği 10. maddesi kapsamına almamıştır. Dolayısıyla sermaye piyasası mevzuatı açısından bunlar diğer kamuyu aydınlatma belgeleri ile aynı sorumluluk kategorisinde iken TTK açısından izahnamenin tabi kılındığı 549. madde kapsamındadır. Olması gereken hukuk açısından birinci el piyasa işlemleri için hazırlanan bu tür belgelerin aynı sorumluluk düzenine tabi kılınması

<sup>923</sup> Bu düzenlemedeki "ve" bağlacının "veya" şeklinde anlaşılması gerektiği hakkında bkz. **Özkorkut**, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 169.

<sup>924</sup> *Karayalçın/Yongalık*'a göre kanunlar arasında özel kanun-genel kanun sınıflandırılması yapılması doğru değildir. Metodolojik açıdan doğru olan kanunlar arasında değil hükümler arasında özel hüküm genel hüküm ilişkisinin kurulmasıdır. Yazar, Noterlik Kanunundaki bir hükmün yerine göre Türk Medeni Kanununa göre genel nitelikte kabul edilebileceğini örnek olarak göstermiştir (**Karayalçın/Yongalık**, s. 151).

<sup>925</sup> *Karayalçın/Yongalık*'ın metodolojik belirlemesinin ışığında istisnai bir örnek olarak, TTK m. 468/2. fıkrasının SerPK'ya göre özel bir hüküm niteliğinde olduğu hakkında bkz. **Aydoğan**, HDT, s. 66.

<sup>926</sup> Aynı doğrultuda olmak üzere, SerPK m. 32'nin TTK m. 549'a göre özel hüküm olduğu görüşü hakkında bkz. **Kara**, s. 142.

<sup>927</sup> Aynı yönde **Memiş/Turan**, s. 79; **Turan**, s. 202, dpn. 33.

<sup>928</sup> Bkz. İkinci Bölüm-VI-4-B-"İhraçlarda Düzenlenen İzahname ve İhraç Belgesi Dışındaki Aydınlatıcı Belgeler".

daha doğru olmakla birlikte, SerPK'nın bu hali yürürlükte oldukça bu Kanunda yazılı özel hükümlere dayalı olarak açılacak bir sorumluluk davasında 32. maddenin esas alınması gerekir.

Bunlarla birlikte, TTK m. 549'un yalnızca halka açık olmayan anonim şirketler için uygulama alanına sahip olduğu ifade edilmiş<sup>929</sup> olsa da, bu düşünceye katılmıyoruz. SerPK'da halka açık anonim şirketler için birtakım özel düzenlemelere yer verilmekle birlikte, bu Kanun yalnızca halka açık anonim şirketlerle sınırlı bir kapsam ve uygulama alanına sahip değildir. SerPK'nın odağındaki diğer bir konu da sermaye piyasası araçları ve bu araçların ihraç süreci ile ihracının hüküm ve sonuçlarıdır. Sermaye piyasası mevzuatı bu hususlarda halka açık olmayan anonim şirketlere ilişkin olmak üzere de düzenlemeler içermektedir<sup>930</sup>. TTK ve SerPK hükümlerinde bu açıdan özel bir belirleme yapılmadıkça, sermaye piyasası mevzuatını halka açık anonim şirketlerle sınırlamak doğru olmadığı gibi bunun dolaylı sonucu olarak TTK'nın halka açık olmayan anonim şirketlerle sınırlanması da doğru olmaz. Bu yüzden kanaatimizce TTK'nın 549. maddesinin uygulama alanı belirlenirken şirketin halka açık olup olmadığının kriter olarak belirlenmesi mümkün değildir. Nitekim *Tekinalp* de TTK m. 549'un tüm anonim şirketleri kapsar bir uygulama alanına sahip olduğunu ifade etmiştir<sup>931</sup>.

Son olarak belirtelim ki, her ne kadar SerPK'da yer alan hükümler özel hüküm olarak değerlendirilse de, yukarıda da vurgulandığı gibi<sup>932</sup> kanun koyucunun amacı kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa yönelik ek imkânlar getirerek yatırımcıların ve piyasa fonksiyonlarının korunmasını sağlamak olduğundan bu konuda getirilen özel hükümler genel hükümlere başvurulmasına engel teşkil etmez. Dolayısıyla bir yatırımcının TTK m. 549 kapsamındaki izahname ve menkul kıymet çıkarma gibi işlemlerle ilgili diğer belgelerden doğan zararları için anılan maddeye dayalı olarak sorumluluk davası açabilmesi mümkündür.

---

<sup>929</sup> Uçar, s. 90, 91. Krş. Kara, s. 142.

<sup>930</sup> Bunlara örnek olarak halka açık olmayan anonim şirketlerin borçlanma aracı ihracının azami limitlerinin de SerPK m. 31 ve Borçlanma Araçları Tebliği'ne tabi olması gösterilebilir (Aydoğan, HDT, s. 80). Benzer şekilde, borçlanma aracı ihraç yetkisinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna süreli veya süresiz olarak devrine imkân tanıyan SerPK m. 31/3. fıkrası halka açık olmayan anonim şirketler için de uygulama alanına sahiptir (Aydoğan, HDT, s. 68, 69).

<sup>931</sup> Tekinalp, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 421.

<sup>932</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-II-1-A-“Yasal Çerçeve”.

## **D- İzahname Dışındaki Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk**

İzahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluk SerPK m. 32’de düzenlenmiştir<sup>933</sup>. İçerik itibarıyla kapsamlı olarak nitelendirilebilecek olan bu düzenleme öncelikle yukarıda çalışmanın ikinci bölümünde ayrıntılı şekilde açıklandığı üzere, kanun koyucu tarafından kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde görülen belgeleri belirlemiştir. Daha sonra kimlerin, hangi hâllerde, hangi nitelikte sorumlu olduğu, sorumluluktan kurtuluş yolları ve hukuki sorumluluğun doğmayacağı hâller, sorumluluğun doğması için gereken illiyet bağının kurulduğunun varsayıldığı hâller, zamanaşımı ve sorumsuzluk anlaşmalarının geçersizliği düzenleme altına alınmıştır. Sayılan hususlar tezin bu bölümünde ayrı ayrı ele alınarak incelenecektir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk konusunda ana düzenleme SerPK m. 32 olmakla beraber, Kanunun değişik yerlerine serpiştirilmiş diğer bazı düzenlemeler de konu ile yakından ilgilidir. İhraç belgesinden sorumluluğa ilişkin olarak SerPK m. 32’ye yollamada bulunan m. 11/3, finansal raporlardan sorumluluğa ilişkin SerPK m. 14/2, bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının sorumluluğuna ilişkin SerPK m. 63 bunların başında gelmektedir.

Söz konusu düzenlemeler içerisinde özellikle finansal raporlardan sorumluluğa ilişkin düzenleme bu tür kamuyu aydınlatma belgelerinin tabi olduğu hukuki sorumluluk rejimini kusur ve sorumlu kişiler açısından diğerlerinden ayıran özel bir düzenleyeme tabi kılması bağlamında özel önem taşımaktadır.

Keza ara dönem finansal tablolarının gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olması nedeniyle dağıtılan kâr payı avansının doğru olmamasından dolayı yönetim kurulu üyeleri ve bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğuna ilişkin SerPK m. 20/2. fıkrası da konuyla ilgilidir. Hemen belirtelim ki, ara dönem finansal raporlarından sorumluluğa yönelik SerPK m. 20/2. fıkrası yalnızca kâr payı avansının yanlış dağıtılmasından doğan sorumluluk özelinde uygulama alanına sahiptir. Daha somut bir ifadeyle, kanun koyucu bu düzenlemede ara dönem finansal raporlar açısından sadece kâr payı avansının doğru

---

<sup>933</sup> SerPK’nın 32. maddesinin “*Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk*” kenar başlığı kamuyu aydınlatma belgelerinin kamuyu aydınlatmanın bir aracı olduğu, sorumluluk doğuranın kamuyu aydınlatma fiili olduğundan odak noktasında aracın değil fiilin bulunması gerektiği gerekçesiyle eleştirilmiştir (Manavgat, HAAO, s. 230).

Kanaatimizce, kamuyu aydınlatma fiilinin somut hale bürünmesini sağlayan araç olarak belgelerin esas alınması uygundur. Bununla birlikte, kenar başlığının “*Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk*” şeklinde tercih edilmesi daha yerinde bir tercih olabilirdi.

dağıtılmamış olmasından kaynaklanan özel bir sorumluluk hükmüne yer vermiştir. Ara dönem finansal raporları da hukuki nitelik itibarıyla finansal raporlara dahil olup<sup>934</sup> bu belgelere yönelik olarak da SerPK m. 14/2. fıkrası uygulanır. Dolayısıyla SerPK m. 20/2. fıkrasını ara dönem finansal raporlardaki yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilgilere yönelik genel bir sorumluluk hükmü olarak kabul etmemek gerekir.

Kanunda yer alan düzenlemelerde dikkat çekici olan bir husus izahname gibi kural olarak birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi olan ihraç belgesi için SerPK m. 11/3<sup>935</sup> ile SerPK'nın izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin 10. maddesine değil 32. maddesine atıf yapılmış olmasıdır.

Bunlarla birlikte, sermaye piyasası mevzuatının düzenleyici işlem ihtiyacını gideren tebliğlerle de bu konuda düzenleme yapıldığı görülmektedir. Finansal raporlar açısından “Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)” m. 9, “Kâr Payı Tebliği (II-19.1)”<sup>936</sup> m. 9, pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu açısından “Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1)” m. 7/5 ile 10/3 ve ihraç belgesi açısından “İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1)” m. 26 konu ile ilgilidir. Halen yürürlükte olan “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VIII, No: 51)”nin<sup>937</sup> 17. maddesi ise derecelendirme faaliyetine ilişkin sorumluluğa ilişkindir.

Yine, sermaye piyasası mevzuatı dışında da değişik düzenlemeler önem taşımaktadır. TTK'nın yönetim kurulunun ve denetçinin sorumluluğuna ilişkin hükümlerinin, 660 sayılı “Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunun Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname”nin<sup>938</sup> 24. maddesinin denetim kuruluşlarının sorumluluğu açısından göz önüne alınması kaçınılmazdır.

Anılan düzenlemelerin her birinin düzenlediği hususlarla ilgili bölümlerde bu düzenlemelerin hangi hukuki sonuçları doğuracağı ortaya konulmaya çalışılacaktır. Şimdilik belirtmek gerekir ki, SerPK'nın finansal raporlardan sorumluluğa ilişkin 14/2. fıkrası ile bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının sorumluluğuna ilişkin 63. maddesi de aynı Kanunun 32. maddesine göre özel hüküm niteliğindedir<sup>939</sup>.

<sup>934</sup> Bkz. İkinci Bölüm-IV-4-B-“Ara Dönem Finansal Raporlarının Yayımlanması”.

<sup>935</sup> “İhraç belgesinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasından kaynaklanan sorumluluk hakkında 32 nci madde uygulanır”.

<sup>936</sup> RG. 23.01.2014, S. 28891.

<sup>937</sup> RG. 12.07.2007, S. 26580.

<sup>938</sup> RG. 02.11.2011, S. 28103.

<sup>939</sup> **Odman Boztosun**, s. 155; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 351.

Yukarıda belirtilen tebliğ düzenlemelerinin ise normlar hiyerarşisi göz önünde bulundurularak değerlendirilmesi ve kanuna aykırı olmadığı ölçüde uygulanması gerekir.

Son olarak, yakın zamanda yapılan bir Kanun değişikliği ile SerPK'nın 35/A maddesine bir fıkra eklenerek kitle fonlaması işlemlerine ilişkin bilgi formunda<sup>940</sup> yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan bu belgeyi imzalayan gerçek ve tüzel kişilerin müteselsilen sorumlu oldukları düzenlenmiştir<sup>941</sup>. Keza Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin m. 22/6. fıkrası ile fon ihtiyacını kitle fonlaması sistemini kullanacak gidermek isteyen girişim şirketlerinin kamuya yapması gereken açıklamalarından doğan hukuki sorumlulukları öngörülmüştür<sup>942</sup>.

## **2- Yabancı Hukuk Sistemleri ve Avrupa Birliği Hukukunda Düzenlenme Şekli**

Günümüzde sınıraşan sermaye hareketliliğinin çok yüksek düzeyde olması, ticarete ilişkin konularda uluslararası standartların oluşturulması ve yeknesak düzenlemelerin ulusal hukuk sistemlerinde yerini almasını önemli kılmaktadır. Şu hâlde, farklı ülkelerin hukuk düzenleri ve uygulamalarının, ulusal tercihlerin belirlenmesine etkisi kaçınılmaz olmaktadır. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatmanın ortaya çıkışı ve ilkeselleşmesindeki öncü ülke olarak ABD'nin ve genel olarak Türk ticaret hukukunda yer alan düzenlemelerin dayandığı ülkeler olarak Almanya ve İsviçre'nin kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk konusundaki düzenlemelerinin göz önüne alınması gerekmektedir.

Kanunun gerekçesinde bu yönde bir açıklama bulunmamakla birlikte, SerPK'nın kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukla ilgili düzenlemeleri oluşturulurken ABD ve Alman hukukundan etkilenildiği anlaşılmaktadır. İsviçre hukukunun konu ile ilgili önem taşıyan yönü ise TTK m. 549'un mehzazını İsviçre Borçlar Kanununun 752. maddesinin oluşturmasıdır. Bu bağlamda, söz konusu ülkelerde yer alan düzenlemelerin genel çerçevesi bu başlık altında incelenecektir.

---

*Adıgüzel* ise SerPK m. 14 ve 63'ün 32. maddeye göre “öncelikli” olduğunu belirtmiştir (*Adıgüzel*, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 119).

<sup>940</sup> Bkz. İkinci Bölüm-VI-G-“Paya Dayalı Kitle Fonlaması İşlemlerine İlişkin Bilgi Formu”.

<sup>941</sup> “Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” (RG. 25.02.2020, S. 31050).

<sup>942</sup> “Girişim şirketlerine veya projelere ilişkin olarak yapılacak tanıtım ve reklamlarda yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olamaz; girişim şirketi veya projenin içinde bulunduğu duruma ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açacak nitelikte olamaz. Bu bilgilerin kitle fonlaması bilgi formunda yer verilen bilgilerle tutarlı olması zorunludur.”.

Anılan ülkelerin hukuki düzenlemeleri ile öğreti ve yargı uygulamasında oluşan birikimin dikkate alınması, sadece konuyla ilgili Türk hukukundaki hukuki sorunlara çözüm önerileri getirilmesini sağlamaz; aynı zamanda *olması gereken hukuk* açısından yapılacak belirlemelere de ışık tutabilir. Bununla birlikte, kamuyu aydınlatmaya ilişkin AB düzenlemelerinde hukuki sorumluluğun ne şekilde ele alındığı da açıklanacaktır.

#### A- Amerika Birleşik Devletleri

Anglo-Sakson hukuk sistemine dahil olan ABD'nin sermaye piyasalarının Kıta Avrupası'na göre daha gelişmiş olduğu bilinen bir gerçektir. Gerek tarihsel süreçte gerekse günümüz ABD ekonomisinin finansman kaynakları arasında sermaye piyasası Avrupa'ya görece öne çıkmaktadır<sup>943</sup>. Her ne kadar farklı bir hukuk sistemine tabi olsa da, ABD hukukunda yer alan hukuki düzenlemeler ile bu ülkede bugüne kadar yaşanan skandallar ve konuyla ilgili mahkeme kararları çerçevesinde edinilen deneyimler, Kıta Avrupası hukukunda da etki doğurmuştur. Şirketler hukukunun ve sermaye piyasası hukukunun ABD hukukunda uzunca süredir birlikte yer alması ile uygulama bulması bu ülkenin kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğa yönelik düzenlemelerinin Almanya başta olmak üzere Kıta Avrupası'nda da örnek alınmasının altında yatan neden olarak görülmektedir<sup>944</sup>.

Kamuyu aydınlatmanın bir ilke hâline gelme sürecinde açıklandığı gibi ABD'de bu süreç *Blue Sky Laws* olarak adlandırılan federe düzeydeki kanunlarla başlamıştır. Bu kanunlarda yatırımcıları aydınlatma üzerine kurulu bir sistem söz konusu olmamakla birlikte, yetkili kamu otoritesine ihraç hakkında bilgi aktarımı söz konusuydu. Bu dönemde yatırımcıların bilgilendirilmesi öngörülmediğinden bu bilgilerden sorumluluğun özel hükümlere bağlanması lüzumu da görülmemiştir. Ancak, bu kanunların bir anlamda öncülük ettiği 1933 tarihli ABD Menkul Kıymetler Kanunu (*Securities Act of 1933*) ve 1934 tarihli ABD Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (*Securities Exchange Act of 1934*) ile sadece kamuyu aydınlatma ilkesi kabul edilmemiş aynı zamanda bu ilke gereği verilen bilgilerden doğan sorumluluk hakkında özel hükümler yürürlüğe konulmuştur<sup>945</sup>. 1929 Dünya Ekonomik Krizi sonrası piyasada oluşan güvensizliği aşmaya yönelik bu düzenlemelerden 1933 tarihli Kanun, birinci el piyasada kamunun aydınlatılmasına yöneliktir ve ABD'de kamuyu aydınlatmanın esas alındığı ilk düzenleme olmuştur. 1934 tarihli Kanun ise ikinci el piyasada kamuyu

<sup>943</sup> Burn/Greene, s. 347; De Jong/Arons, s. 237, 240.

<sup>944</sup> Hellgardt, s. 79.

<sup>945</sup> Fox, Mandatory Disclosure, s. 241.

aydınlatma zorunluluğunu öngörmüş ve kamunun sürekli olarak aydınlatılması gerekliliği esasına dayanmıştır<sup>946</sup>. Bu noktada her iki kanun, aydınlatmanın en iyi çözüm yolu olduğuna bağlı olarak aynı temel felsefenin üzerine kurulmuştur<sup>947</sup>.

Şu hâlde, kamuyu aydınlatmanın, dolayısıyla kamuyu aydınlatmadan hukuki sorumluluğun temelini, *Blue Sky Laws* ile başlayan hukuki düzenleme sürecinin sonrasında esas itibarıyla 1933 ve 1934 tarihli bu yasaların yürürlüğe girmesiyle ABD’de atıldığı söylenebilir<sup>948</sup>. 1934’den beri ABD’de bu alanda öncekilere benzer şekilde ve çapta hiçbir sermaye piyasası skandalı olmamasının gerekçesi olarak bu kanunlarla oluşturulan sistem gösterilmektedir<sup>949</sup>. 1995 tarihli Reformla (*Private Securities Litigation Reform Act*, PSLRA) ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun doğmasının gereklilikleri ağırlaştırılmış; ispat yükünün davacıda olduğu düzenlenmiştir<sup>950</sup>. Yakın geçmişte kamuyu aydınlatma, Sarbanes-Oxley Kanunu (*Sarbanes-Oxley Act of 2002*) sonrasında da yoğunluğunu artırarak ABD menkul kıymetler hukukunun çekirdeği haline gelmiştir<sup>951</sup>.

1933 ve 1934 tarihli kanunlar yürürlüğe girene kadar ABD hukukunda *caveat emptor* terimiyle ifade edilen ve alıcının inceleme yükümlülüğüne dayanan prensip geçerliydi. *Caveat emptor* ilkesi, prensip olarak alıcının satın aldığı ürünü incelemekle yükümlü olduğu ve bu şekilde olası sorunları açığa çıkartmakla yükümlü olduğundan hareketle ürünle ilgili hata ve kusurlara ilişkin rizikoyu üstlenmesi gerektiğini ifade etmekteydi<sup>952</sup>. Ancak, 1933 ve 1934 tarihli kanunların oluşturulma sürecinde söz konusu ilkenin menkul kıymetler hukukundaki yetersizliği üzerinde durulmuştur. Bunun sonucunda satıcının da bu süreci dikkatli ve özenli şekilde geçirmesi (*let the seller also beware*) kabul edilerek aksi davranış için sorumluluk öngörülmüştür.

1933 tarihli Kanunda sermaye piyasasında bilgi asimetrisine karşı yatırımcıların korunmasına yönelik düzenlemelere geniş ölçüde yer verilmiştir<sup>953</sup>. Bu Kanunun 6. maddesi çerçevesinde bütün menkul kıymetlerin halka arzında kayda alınması (*registration*) gerekmektedir. Menkul kıymetlerin satışı öncesi ihraççı ve ihraç edilen

<sup>946</sup> 1934 tarihli Kanunun ABD hukukunda kamuyu aydınlatmayı dinamik hale getirdiğine ilişkin bkz. **Kulms**, s. 1132.

<sup>947</sup> **Fleischer, H.:** Zur Haftung bei fehlendem Verkaufsprospekt im deutschen und US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, WM 39/2004, s. 1897.

<sup>948</sup> **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 5.

<sup>949</sup> **Poroy/Tekinalp (Çamoğlu)**, I, s. 314, 315.

<sup>950</sup> **Wichmann**, s. 44.

<sup>951</sup> **Paredes**, s. 417, 418.

<sup>952</sup> **Grunewald/Schlitt**, s. 247.

<sup>953</sup> **Kulms**, s. 1104, 1105.

araca ilişkin bilgiler kayıt beyannamesi (registration statement) vasıtasıyla kamuya paylaşılmaktadır. İzahname (*prospectus*), menkul kıymet kayıt beyannamesinin de esas ögesini oluşturur<sup>954</sup>. ABD Menkul Kıymetler Kanununun genel yönelimi de bütün önemli unsurlarda tam bilgilendirmenin (*full disclosure*) sağlanmasıdır<sup>955</sup>. Nitekim, ABD Federal Mahkemesi, federal düzeydeki sermaye piyasası hukukunun amacını, geçmişte benimsenen *caveat emptor* prensibinin yerini ticari etiğin yüksek standartlarının menkul kıymet piyasasına yansımaları sağlayacak araç olan kamuyu aydınlatmanın alması olarak görmektedir<sup>956</sup>.

ABD hukukuna göre, menkul kıymetlerin kayda alınma zorunluluğuna aykırı davranılması hukuki sorumluluk doğurmaktadır. Halka arz sürecinde düzenlenen izahnamede ya da kayıt beyannamesinde yer alan bilgilerin yanlışlığı, eksikliği yahut yanıltıcı nitelikte olması ilgili kişilerin sorumluluğunu doğurur. Kamuyu aydınlatmaya yönelik belgelerden sorumluluk hükümlerinin düzenleniş şekline baktığımızda, izahnameyi de içeren bir belge olan kayıt beyannamesinden sorumluluğun düzenlendiği *sec. 11*, yine izahname ve ihraçla ilgili diğer iletişim vasıtalarından sorumluluğun çerçevesini çizen *sec. 12* ile bu düzenlemelere ilişkin dava hakkını sınırlandıran *sec. 13* ve sorumsuzluğa ilişkin anlaşmaları geçersiz sayan *sec. 14*, süreçte kontrol yetkisine sahip kişilerin sorumluluğuna ilişkin *sec. 15* ve nihayet diğer çözüm yollarına ilişkin *sec. 16* karşımıza çıkmaktadır.

Anılan düzenlemeler çerçevesinde ABD hukukunda birinci el piyasadaki sorumluluk üç ayrı hukuki temele sahiptir. *Sec. 11* ile SEC'e sunulan kayıt beyannamesinden sorumluluk karşımıza çıkmakta; *sec. 12*'de ise 12.a.1 ve 12.a.2 bentleriyle iki ayrı sorumluluk rejimini içine barındırmaktadır<sup>957</sup>. *Sec. 12.a.1* ile *sec. 5*'i ihlâl eden halka arzları gerçekleştirenler açısından kusursuz sorumluluk öngörülmüştür<sup>958</sup>. *Sec. 12.a.2* ile ise halka arz sırasında kullanılan izahname kavramı diğer bilgilendirme vasıtalarını da içerir şekilde geniş kapsamlı bir şekilde oluşturulup bu belgede yer alan önemli nitelikteki bilgilerin yanlışlığı ya da eksikliği dolayısıyla hukuki sorumluluk düzenlenmiştir. Bu sorumlulukta ilk bentteki sorumluluktan farklı olarak gerekli makul özeni göstermesine rağmen izahnamede yer alan bilgilerin yanlışlığını ya

---

<sup>954</sup> Green, s. 34.

<sup>955</sup> Green, J.: Civil Liability to Stockholders Under the Securities Act of 1933 and Remedy by Class Action, San Diego Law Review 1965, Vol. 2, s. 34.

<sup>956</sup> Anthony, s. 832.

<sup>957</sup> Hellgardt, s. 80.

<sup>958</sup> Hellgardt, s. 81, 82.



da eksikliğini bilmediğini ispatlayan kişilerin sorumluluktan kurtulma imkânına sahip olduğu da hükme bağlanmıştır.

ABD hukukunda ikinci el piyasada kamunun aydınlatılması, 1934 tarihli ABD Menkul Kıymetler Borsası Kanununa dayanmaktadır. Bu Kanunun *sec. 18* hükmü yanıltıcı açıklamalardan sorumluluğa ilişkin genel hükmü içermektedir<sup>959</sup>. İkinci el piyasadaki yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilgilendirmeden kaynaklanan talepler esasen 1934 tarihli Kanun çerçevesinde SEC tarafından yürürlüğe konulan *Rule 10b-5*'a dayalı olarak ileri sürülmektedir<sup>960</sup>. Bu kural esasen doğrudan tazminat davasına yönelik bir düzenleme içermemekte; 1934 tarihli Kanunun *sec. 21.d.3* hükmü bağlamında ileri sürülecek tazminat taleplerinin hukuki temelini teşkil etmektedir<sup>961</sup>.

Kural 10b-5'e dayanan davalarda; ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerinde kasten yanıltıcı ya da eksik kamuyu aydınlatmanın mevcut olması, menkul kıymetin alımı ya da satımı şeklinde bir işlemin mevcut olması, bu işlem dolayısıyla zararın doğması ile işlem illiyetinin (*transaction causation*) ve zarar illiyetinin (*loss causation*) mevcut olması gerekmektedir<sup>962</sup>. Dolayısıyla ABD'de ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerinde yalnızca sorumlu kişilerin kasten gerçekleştirilen davranışı hâlinde doğan bir kusur sorumluluğu söz konusudur<sup>963</sup>.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun etkin hükümlere bağlanması açısından ABD hukukunda öne çıkan bir diğer husus ise yatırımcılara sınıf davası (*class action*) açma yetkisinin tanınmış olmasıdır (*Rules of Civil Procedure Rule 23*). Alman hukukunu da etkilemiş olan bu yol, Türk hukukunda da bu konuda düzenleme yapılması ihtiyacını doğurmaktadır<sup>964</sup>.

ABD, hukuki düzenlemeleri kadar bu alanda yargılamaya konu olmuş uyuşmazlıklar neticesinde verilen kararları ile de önem taşımaktadır. Bu ülkede bugüne kadar kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk dolayısıyla verilmiş çok sayıda karar vardır<sup>965</sup>. Bu kararlar gerek daha sonra yürürlüğe konulan düzenlemelerin

---

<sup>959</sup> Kanunda yer alan *sec. 11* de şirket yönetimi ve bu belgelerin düzenlenmesine iştirak eden bütün kişilerin doğruluğunu, dürüstlüğünü ve aynı zamanda bu işe gösterilen özenin belirli bir standartta olmasını sağlamaya yönelik olduğu hakkında bkz. **Green**, s. 35.

<sup>960</sup> **Wichmann**, s. 36; **Kulms**, s. 1133; **Klöhn**, Marktbetrug, s. 679; **Richter**, s. 50.

<sup>961</sup> **Wichmann**, s. 37.

<sup>962</sup> **Hellgardt**, s. 92; **Wichmann**, s. 39; **Richter**, s. 51.

<sup>963</sup> **Hellgardt**, s. 92; **Wichmann**, s. 39; **Richter**, s. 51.

<sup>964</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-II-4-“Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk Bağlamında Ortaya Çıkan Kolektif Menfaat İhlallerinin Giderim Yöntemleri”.

<sup>965</sup> *Securities Exch. Com'n v. Texas Gulf Sulphur* kararı, 401 F.2d 833 (1968); *Escott v. Barchris Construction Corporation* kararı, 283 F. Supp. 643 (1968); *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* kararı,

oluşturulmasında gerekse mevcut düzenlemelerin yorumlanmasında dünya çapında etki doğurmuştur<sup>966</sup>. Söz konusu kararların öne çıkan yönleri aşağıda ilgili oldukları konular çerçevesinde ortaya konulacaktır.

Sonuç itibarıyla, ABD’de kamuyu aydınlatma ilkesine ve bu ilke gereği verilen bilgilerden doğan sorumluluğa büyük önem verilmiştir. Hatta, kamuyu aydınlatmanın ayrıntılı ve emredici şekilde oluşturulması, ABD sermaye piyasası hukukunun temel özelliği olarak dahi gösterilmiştir<sup>967</sup>. Nitekim, ABD’nin kamuyu aydınlatma düzenlemeleri Avrupa Birliği’nin düzenlemelerine de ilham kaynağı olmuştur<sup>968</sup>.

## **B- Avrupa Birliği Hukukunda Yer Alan Düzenlemeler**

Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk konusunun Avrupa Birliği düzeyinde yoğun ilgi görmesi, 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi ile başlamıştır. Her ne kadar yukarıda da belirtildiği gibi yakın geçmişte bu Direktif yürürlükten kaldırılıp İzahname Tüzüğü yürürlüğe konulmuş olsa da, Direktif’in yürürlükte olduğu dönemde ulusal düzenlemelerde bir kamuyu aydınlatma belgesi olan izahnameden doğan sorumluluk konusu öne çıkmıştır. Ayrıca, 2004/109/EC sayılı Şeffaflık Direktifi’nde de bu Direktif kapsamındaki finansal raporlar aracılığıyla kamuyla paylaşılan bilgilerden sorumluluğa ilişkin bir düzenleme yer almaktadır.

İzahname Direktifi’nin daha sonra İzahname Tüzüğü’ne aktarılan düzenlemesinde izahnameden doğan sorumluluk konusunun esaslı ve üye devletlerde farklılaşan noktalarına ilişkin olarak belirleyici bir hüküm öngörülmemiş; konuya ilişkin çok geniş bir çerçeve çizerek içeriğinin belirlenmesi üye devletlere bırakılmıştır. Direktif’te sorumluluğa ilişkin olarak çerçeve nitelikte bir normla yetinilmiş olması nedeniyle üye devletlerde sorumluluğun koşulları ve zararın tazmin şartları gibi maddi hukuk konularına ilişkin yeknesak bir düzen kurulamamıştır. Bu sebeple Direktif’in içerdiği hükümlerin yaptırımını olarak sorumluluk konusunun eksik düzenlenmiş olması söz konusu düzenlemenin zayıf bir yönü olarak değerlendirilmiştir<sup>969</sup>. Bu sebeple Avrupa içinde yaptırımlar açısından ortak esaslara ulaşılamamıştır. Yine de Direktif, izahnameden ve

---

426 U.S. 438 (1976); *Basic Inc. v. Levinson* kararı, 485 U.S. 224 (1988); *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* kararı, 544 U.S. 336 (2005); *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund* kararı, 573 U.S. 258 (2014).

<sup>966</sup> ABD Federal Yüksek Mahkemesi’nin bu kararlarından başka alt derece mahkemelerinde yargılamaya konu olmuş ve konu ile ilgili önem taşıdığı düşünülen diğer kararlar için bkz. **Fox, M. B.:** Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions, *The Business Lawyer* 2005, February, Vol. 60, s. 509-511.

<sup>967</sup> **Yanlı,** Halka Açık Anonim Şirketler, s. 221.

<sup>968</sup> **Brinckmann,** Foundations, s. 265.

<sup>969</sup> **Hopt/Voigt,** s. 2; **Veil,** s. 309.

hatta genel olarak kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin yeni esasların kabulü hususunda tetikleyici bir etki yaratmıştır. Aşağıda da değinileceği üzere, Almanya başta olmak üzere bazı ülkeler Direktif'in yürürlüğe girmesinin hemen sonrasında bu alanda yeni düzenlemelerini yürürlüğe koymuştur. Üyelik sürecinde bir ülke olarak Türkiye'nin hukuki düzenlemelerini gözden geçirmesini sağlayan da bu Direktif olmuştur.

2003 tarihli Direktif'in izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin 6. maddesi ile dört nokta üzerinde durulmuştur: İlk olarak, anılan maddeye göre izahnamede verilen bilgilerden en azından ihraççının ya da ihraççının idari, yönetim ya da gözetim organındaki kişilerin, halka arz edenlerin, menkul kıymetlerin organize piyasada işlem görmesi talep ediliyorsa bunu talep eden kişilerin yahut varsa garantörün sorumlu olmasının üye devletlerce sağlanması gerektiği belirtilmiştir. Söz konusu hükme göre ihraççının tek başına veya anılan kişilerle birlikte sorumlu kılınması gerektiği kastedilmiştir. Ayrıca, izahnameden sorumlu kişilerin isim ya da unvanları ile halka arz sürecindeki fonksiyonlarıyla açık bir şekilde belirlenmesi gerektiği ifade edilmiştir. Bu şekilde izahnamenin; verilen bilgilerin gerçeğe uygun olduğu, ilgili kişilerin bilgileri dâhilinde olan ve dışarıdan yapılacak satın alımları etkileyecek bir ihmalin söz konusu olmadığı yönündeki beyanlarını da içermesi gerektiği ifade edilmiştir. Üçüncü olarak, üye devletlerin kanunları, regülasyonları ya da düzenleyici işlemleriyle yukarıda belirtilen kişilerin sorumlu kılınması emredilmiştir. Direktif ile konunun içeriğine bir başka deyişle maddi yönüne ilişkin diğer hususlarda düzenleme yapma yetkisi üye devletlere bırakılmıştır. Son olarak, aşağıda ilgili bölümünde de ayrıntılı şekilde açıklanacak olan izahname özetine dair birtakım belirlemelere yer verilmiştir<sup>970</sup>. Bu hüküm ile yukarıda belirtilen kişilerin; izahnamenin diğer bölümleri ile birlikte okunduğu hâllerde yanlış, yanıltıcı ya da tutarsız olduğu hâller hariç olmak üzere, sadece izahname özetine bağlı olarak sorumlu olmadıkları ve izahname özetinde bu yönde bir uyarının yer alması gerektiği düzenlenmiştir.

İzahname Tüzüğü'ne bakıldığında, en azından idari tedbir ve yaptırımlar açısından sağlayacağı yeknesaklık ile bu konudaki ilk adımı teşkil etse de, özel hukuk sorumluluğu açısından uygulanabilecek normları ortaya koyma açısından yetersiz olduğu görülmektedir<sup>971</sup>. Tüzük'te tıpkı İzahname Direktifi'nde olduğu gibi izahnameden doğan hukuki sorumluluğun koşulları konusunda somut belirlemelerden kaçınılmış ve

<sup>970</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-E-“İzahname Özetinden Doğan Hukuki Sorumluluk”.

<sup>971</sup> **Veil**, s. 309.

Direktif'in yukarıda açıklanan 6. maddesi Tüzüğün 11. maddesine neredeyse birebir aktarılmıştır. Yukarıda belirtilenlere ek olarak, Tüzük'te üzerinde durulan kayıt belgesi ve genel kayıt belgesinde verilen bilgiler bakımından sadece bu belgelerin izahnamenin kurucu bir unsuru olduğu durumlarda düzenlemenin birinci fıkrasında izahnamede sorumlu kılınması gerektiği zikredilen kişilerin sorumluluğunun söz konusu olacağına Tüzük'te yer verilmiştir. Tüzüğün sunduğu serbesti çerçevesinde üye devletlerin farklı sorumluluk koşulları ve tazmin mekanizmaları benimsemeleri ihraççılar ile yatırımcılar açısından bu alanda belirsiz bir durum yaratmaktadır<sup>972</sup>.

Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk açısından Şeffaflık Direktifi'nin 7. maddesi ile bu Direktif'in yıllık finansal tablolara ilişkin 4. maddesi, altı aylık finansal raporlara ilişkin 5. maddesi, ara dönem faaliyet raporlarına ilişkin 6. maddesi ve nihayet diğer ek bilgilere ilişkin 16. maddesi çerçevesinde kamuya sunulan bilgilerden en azından ihraççının veya ihraççı ile birlikte ihraççının idari, yönetim ya da gözetim organındaki kişilerin sorumlu olmasının üye devletlerce sağlanması gerektiği belirtilmiştir. Görüleceği üzere, bu düzenlemede de izahname için olduğu gibi sorumluluğun koşulları ve tazmin mekanizmalarına ilişkin somut bir belirleme yapılmamıştır. Dolayısıyla izahnameye ilişkin düzenlemeler için ortaya konulan eleştirilerin Şeffaflık Direktifi'nin finansal raporlar için içerdiği düzenleme açısından da geçerli olduğu söylenebilir.

Son olarak belirtelim ki, Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'nde ise hukuki sorumluluğa ilişkin özel bir düzenleme yer almamaktadır. Ancak bu düzenlemenin etkin şekilde uygulanması ve özel durum açıklamalarının zamanında, doğru, yeterli şekilde kamuya paylaşılması için hukuki sorumluluğa ilişkin düzenlemelerin caydırıcı etkisinden yararlanılması gerektiğinde şüphe yoktur.

### C- Almanya

Kamuyu aydınlatma, geçmiş deneyimlerinin ışığında ABD'de çoktan "*tabii karşılanan bir olgu*" iken Kıta Avrupası Hukuku'nda 20. yüzyılın ikinci yarısında tartışılıp özünün ve şartlarının tespitine çalışılan bir kavram olmuştur<sup>973</sup>. Bu yüzden Kıta Avrupası hukuk sisteminde kamuyu aydınlatma, ABD hukukunun etkisinde ve fakat kendi iç dinamiklerine uygun şekilde ele alınmaya çalışılmıştır<sup>974</sup>.

Almanya'da 1896 tarihli Borsa Kanununda (*Börsengesetz*) borsa için düzenlenen izahname için sorumluluk öngörülmüş olsa da, 1980'li yıllara kadar bu düzenlemenin

---

<sup>972</sup> Veil, s. 309.

<sup>973</sup> Tekinalp, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 8.

<sup>974</sup> Tekinalp, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 8.

kullanılmadığı ifade edilmektedir<sup>975</sup>. Son dönemde konuya ilgi gösterilmesinin ve yeni birtakım düzenlemelerin yürürlüğe konulmasının temelinde ise bu alandaki uluslararası gelişmelerin yanı sıra yakın geçmişteki *Informatec*, *EM.TV*, *ComROAD* davaları ile ilişkili olduğu vurgulanmaktadır<sup>976</sup>. Piyasaya yanlış bilgi sunarak çok sayıda yatırımcının zarara uğramasına yol açan şirketlerin isimleriyle anılan bu davalar kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun Alman öğretisinde son yıllarda yoğun şekilde tartışılmasının da sebeplerinden en önemlisini oluşturmaktadır.

Almanya’da kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk; sermaye piyasasında bilgiden kaynaklı sorumluluk (*Kapitalmarktinformationshaftung*) üst başlığı çerçevesinde incelenmektedir. Yalnız, bu başlık altında izahnameden doğan sorumluluk (*Prospekthaftung*) ile içsel bilgilere (*Insiderinformationen*) ilişkin özel durum açıklamalarından (*Ad-hoc-Mitteilungen*) doğan sorumluluk özel olarak ele alınmıştır. Bu yönüyle Türk kanun koyucusunun Almanya’daki düzenlemelerden yoğun şekilde esinlendiği söylenebilir. Farklı birtakım tercihler mevcut olsa da, izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin hükümlerin bir kısmı da yine bu kanaati kuvvetlendirmektedir.

Almanya’da 2004 yılında yalnızca kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin bir kanun (*Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes*)<sup>977</sup> yürürlüğe konulmak istenmiş ancak bu yönde yapılan çalışmalar tasarı aşamasında kalmıştır. Avrupa Birliği’nin İzahname Direktifi, Almanya’da bu alanda yeni bir düzenleme olarak İzahname Kanununun (*Wertpapierprospektgesetz*, *WpPG*)<sup>978</sup> yürürlüğe konulmasını sağlamıştır. 01 Temmuz 2005 tarihinde yürürlüğe giren ve giriş kısmında Direktif’e hizmet ettiği açıkça belirtilen bu Kanun ile izahnamenin düzenlenmesi, onayı ve yayımlanması ile izahnameden doğan hukuki sorumluluk ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir. Hemen belirtelim ki, WpPG genel olarak 01 Temmuz 2005 tarihinde yürürlüğe girmiş olsa da, Kanunun geçiş hükümleri gereği izahnameden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin

---

<sup>975</sup> **Assmann, H. D.:** Handbuch des Kapitalanlagerechts (Hrsg. Assmann, H. D./Schütze, R. A.), 4. Auflage, München 2015, s. 265.

<sup>976</sup> **Fleischer, H.:** Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation (içinde Handbuch des Kapitalanlagerechts, Hrsg. Assmann, H. D./Schütze, R. A.), 4. Auflage, München 2015, s. 402, 403; **Richter**, s. 4.

<sup>977</sup> “*Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen*”. Tasarı metni için bkz. [https://www.wpk.de/fileadmin/documents/Oeffentlichkeit/Stellungnahmen/wpk-stellungnahmen\\_kapinhag-diskussionsentwurf.pdf](https://www.wpk.de/fileadmin/documents/Oeffentlichkeit/Stellungnahmen/wpk-stellungnahmen_kapinhag-diskussionsentwurf.pdf). Ayrıntılı bilgi için bkz. **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 403; **Wagner**, Schadensersatzberechnung, s. 501; **Richter**, s. 43.

<sup>978</sup> “*Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapier oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist*”.

WpPG § 21-25 arasındaki hükümlerin 01.06.2012 tarihinde yürürlüğe girmesi kararlaştırılmıştır (WpPG § 37). 31.05.2012 itibarıyla da bu düzenlemelerin yerini aldığı Borsa Kanununun (Börsengesetz, BörsG) § 44-47 yürürlükten kalkmıştır. 20 Temmuz 2017 itibarıyla yürürlüğe giren (m. 49) ancak içerdiği düzenlemelerin uygulanma tarihi olarak 21 Temmuz 2019'un kararlaştırıldığı İzahname Tüzüğü'nün gereğini yerine getirmek için de vakit kaybedilmemiş ve 8 Temmuz 2019'da İzahname Kanunu üzerinde değişiklik yapılmıştır.

Mülga İzahname Kanununun izahnameden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin düzenlemeleri 21 ilâ 25. paragrafları arasında iken Temmuz 2019 değişikliği ile bu hükümler Kanunun son halinin 8 ilâ 16. paragraflarında yer bulmuştur. Kanundaki mülga beş maddenin içeriği yeni düzenlemede de neredeyse aynen korunmuştur. Buna karşın, değişiklikle Alman pozitif hukukuna eklenen düzenlemelerin başında Tüzüğün 11. maddesinin gereği olarak Kanuna eklenen izahnameden sorumlu kişilere yönelik paragraf (§ 8) gelmektedir. Ayrıca, kıymetli evrak bilgilendirme kağıdından (*Wertpapier- Informationsblatt*) sorumluluğa ilişkin yeni paragraflar da Kanunda yer bulmuştur (§ 11, § 13 ve § 15). Kanunun izahnameden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin diğer paragraflarının ise yukarıda da belirtildiği gibi önceki Kanunda yer alan düzenlemelerin tekrarı niteliğinde olduğu anlaşılmaktadır (§ 9, § 10, § 12, § 14, § 16).

Alman İzahname Kanunu düzenlemelerine bakıldığında, WpPG § 8 ile izahname içeriğinden en azından ihraççı, halka arz eden, borsada işlem görme başvurusu yapan kişilerin ve (varsa) garantörün sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır. Bu düzenleme İzahname Tüzüğü'nde yer verilen gerekliliğin Alman iç hukukuna aktarılmasıyla yürürlüğe girmiştir.

WpPG § 9'da borsada işlem görececek araçlara ilişkin olarak düzenlenen izahnamenin içerdiği esaslı bilgilerdeki yanlışlıklar ve eksikliklerden doğan sorumluluk düzenlenmişken WpPG § 10 ise bunun dışında kalan izahnamelere bir başka deyişle halka arz izahnamesine yöneliktir. WpPG § 10'da da özel olarak yer verilen iki durum hariç olmak üzere WpPG § 9'a atıfta bulunulduğu görülmektedir. Bu sebeple WpPG § 9'un Kanunun izahnameden doğan sorumluluk hükümlerinin ana hükmünü oluşturduğunu söylemek yanlış olmayacaktır<sup>979</sup>. WpPG § 12'de ise 9 ve 10. paragraflar kapsamındaki hangi hâllerin sorumluluk kapsamının dışında tutulduğu düzenlenmiştir. İzahname yayımı zorunluluğunun gerçekleştirilmediği hâllerde doğacak sorumluluğun esasları WpPG § 14 ile hükme bağlanmıştır. Nihayet, WpPG § 16'da ise sorumluluğu kısıtlayan

---

<sup>979</sup> Assmann, WpPG, s. 589.

ya da ortadan kaldıran anlaşmaların geçersizliği ile genel hükümlere dayanan taleplerin saklı olduğuna dair tamamlayıcı hükümlere yer verilmiştir. Bu düzenlemelerin içeriğine aşağıda yeri geldikçe değinilecektir.

Almanya’da özel durum açıklamalarından doğan hukuki sorumluluğa yakın zamana kadar Kıymetli Evrak Ticareti Kanunu (*Wertpapierhandelsgesetz*<sup>980</sup>, *WpHG*) § 37b, § 37c hükümleri uygulanmaktaydı. WpHG § 37b ve § 37c’nin diğer ikinci el piyasada sürekli kamuyu aydınlatma belgelerine de uygulanması gerektiği dile getirilse de, bütün belgeleri kapsayan tek bir sorumluluk rejimi kurulmamıştır<sup>981</sup>. Ancak, 2 Temmuz 2016’da kabul edilen *Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz* (2. *FiMaNoG*) 3. maddesi ile 3 Ocak 2018’den itibaren anılan maddelerin yeni hâlleri WpHG’in sırasıyla § 97 ve § 98. paragraflarında yer bulmuştur.

Alman hukukunda izahname ve özel durum açıklamalarından doğan sorumluluk için özel hükümler sevk edilmiş olsa da, diğer türden kamuyu aydınlatma belgeleri için özel bir sorumluluk hükmüne yer verilmemiştir. Bu konudaki kasten gerçekleştirilen ihlâllere karşı asgari koruma ise BGB’nin § 823.2 hükmü ile § 826. paragrafının genel hüküm niteliğinde olmak üzere uygulanması ile gerçekleştirilmektedir<sup>982</sup>. Anılan düzenlemeler, izahnameye ve içsel bilgilere ilişkin olarak da başvurulabilen bir hukuki dayanak olarak görülmektedir<sup>983</sup>. WpHG’in sırasıyla § 97, § 98. paragrafları ile ihraççı şirketin sorumluluğu düzenlendiğinden BGB § 826. paragrafı ihraççının yönetim organındakilerin hukuki sorumluluğunun yasal zeminini oluşturması dolayısıyla önem taşımaktadır<sup>984</sup>.

Almanya’nın konumuz özelinde önem taşıyan düzenlemelerinden bir tanesi de 01.11.2012 tarihinde yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Uyuşmazlıklarında Model Dava Yargılaması Hakkında Kanundur (*Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten, Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, KapMuG*). Bu Kanun esasen bir usul hukuku düzenlemesi olmakla birlikte, sermaye piyasasında hak arama özgürlüğünün sağlanması ve kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk hükümlerinin işlerliği açısından taşıdığı önem dolayısıyla özel

---

<sup>980</sup> “*Gesetz über den Wertpapierhandel*”. WpHG içerdiği hükümlerle Almanya sermaye piyasasının en temel düzenlemesi olarak gösterilmektedir. (Hopt, K. J.: Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 1995, s. 135).

<sup>981</sup> Maier Reimer/Seulen, s. 771, 772.

<sup>982</sup> Brinckmann, Periodic Disclosure, s. 339.

<sup>983</sup> BGB § 823.2 hükmü ile § 826. paragrafının özel durum açıklamaları ve izahname açısından da uygulama alanına sahip olduğu hakkında bkz. Richter, s. 7, 44-45; Wagner, Schadensberechnung, s. 500-503.

<sup>984</sup> Fleischer, Kapitalmarktkommunikation, s. 404, 408.

olarak üzerinde durulmaya değerdir<sup>985</sup>. KapMuG, WpPG § 8 ve devamında yer alan sorumluluk düzenlemelerinde de uygulama alanına sahiptir<sup>986</sup>. Hemen belirtelim ki, anılan Kanunun 01.11.2020’de yürürlükten kalkacağı kararlaştırılmıştır (§ 28).

Almanya, sadece kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğun düzenleniş şekli ile değil aynı zamanda konuyla ilgili olarak yakın geçmişte verilen emsal yargı kararları ile de öne çıkmaktadır. Bu kararlar, sorumluluk davasına ilişkin bölümde kararlarda öne çıkan konular çerçevesinde ilgili olduğu konular bağlamında yararlanılacak dolaylı hukuk kaynakları arasındadır.

#### D- İsviçre

İsviçre’de de Almanya’dakine paralel şekilde izahnameden doğan hukuki sorumluluk genel hükümlere dayalı sorumluluk (*obligationenrechtlichen Prospekthaftung*) ve özel hükümlere dayalı sorumluluk (*spezialgesetzlichen Prospekthaftung*) şeklinde kategorize edilmektedir. Bu ülkede de sermaye piyasası araçlarının halka arzında düzenlenen izahname (*Emissionsprospekt*) veya Borsa’da ticarete konu olabilmesi için düzenlenen izahname (*Kotierungsprospekt*) ile yatırımcıların şirketin varlıkları, finansal durumu, gelirleri ve gelişme potansiyeli ile söz konusu sermaye piyasası aracı hakkında bilgi sahibi olabilmeleri sağlanmaktadır<sup>987</sup>. Yalnız, İsviçre’de izahnameden doğan sorumluluk konusunda yargı kararları açısından ABD ve Almanya’daki kadar bir birikim oluşmamıştır<sup>988</sup>.

İsviçre’de sermaye artırımını çerçevesinde yapılacak pay ihracında ihraç izahnamesi düzenlenmesi zorunluluğu ve bu belgenin içeriği İsviçre Borçlar Kanununun (*Obligationenrecht, OR*) 652a maddesinde düzenlenmişti. İzahnameden doğan hukuki sorumluluk ise aynı Kanunun 752. maddesinde hükme bağlanmıştı. Söz konusu düzenleme, yukarıda da açıklandığı üzere, TTK m. 549’un mehzazını oluşturması dolayısıyla Türk hukuku açısından da önem arz eden bir hüküm olarak nitelendirilmeye uygundur. OR 752, bu Kanun üzerinde 1991 yılında yapılan Anonim Şirketler Hukuku Reformu ile son halini almıştı. Bununla birlikte, OR 1156/3 hükmü de sadece tahvil ihraçlarıyla sınırlı olmak üzere izahnameden doğan sorumlulukta uygulama alanına

---

<sup>985</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-II-4-“Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk Bağlamında Ortaya Çıkan Kolektif Menfaat İhlallerinin Giderim Yöntemleri”.

<sup>986</sup> Grunewald/Schlitt, s. 247.

<sup>987</sup> Roberto/Wegmann, s. 162, 163.

<sup>988</sup> Noth/Grob, s. 1435, dpn. 3.



sahipti. OR 752 ve 1156.3 ile yatırımcıların sermaye piyasasının işlerliğine yönelik güvenlerinin korunması amacı taşıyan düzenlemeler olarak nitelendirilmekteydi<sup>989</sup>.

TTK m. 549'un uygulanışına yol göstermesi açısından belirtmek gerekir ki, OR 752 ile izahnamede yer alan bilgilerden izahname ya da benzeri belgeyi düzenleyen ya da yayımlayan kişiler sorumlu tutulmuşlardır. Bu kişilerden ilk grupta yer alanlar olarak şirketin organları, avukat, muhasebeci gibi şirket çalışanları, lider aracı konumundaki banka, derecelendirme kuruluşları; ikinci grupta ise kıymetli evrakın satış sürecinde rol oynayan diğer kişiler olarak aracılık konsorsiyumunda yer alan banka ve finans kuruluşları ile diğer kişiler yer almaktadır<sup>990</sup>. Hatta bu izahname ile paylarını satan eski pay sahiplerinin dahi sorumluluklarının olduğu ifade edilmiştir<sup>991</sup>. Bunlarla beraber, şirket ve şirketin yönetim kurulu üyeleri ile şirketin organı konumundaki diğer kişiler de davalı konumunda bulunabilir<sup>992</sup>.

Yalnız, önemle belirtelim ki, İsviçre'de yakın geçmişte yapılan bir düzenleme olan Finansal Hizmetler Kanunu (*Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen / Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG*) ile OR'un yukarıda açıklanan 652a, 752 ve 1156.3 maddeleri 01 Ocak 2020'den itibaren geçerli olmak üzere yürürlükten kaldırılmıştır (m. 94 ve eki). Konu İsviçre hukukunda bundan sonra bu özel düzenlemenin 35. ilâ 47. maddeleri çerçevesinde ele alınacaktır. İzahnameden doğan sorumluluk da bu bağlamda FIDLEG'in 69. maddesinde düzenlenmiştir. Anılan hükme göre, yanlış, yanıltıcı yahut kanun gereği gereken bilgileri taşımayan izahname, temel bilgi dokümanı yahut benzeri bildirileri düzenleyenler, gerekli özeni göstermemeleri dolayısıyla finansal araçları satın alan kişilere karşı sorumludur. Ayrıca söz konusu maddede İzahname Tüzüğü ve Almanya'daki düzenlemeye paralel şekilde izahname özetinden yalnızca izahnamenin diğer bölümleriyle birlikte okunduğunda yanlış, yanıltıcı ve tutarsız olması hâlinde sorumluluk doğacağı düzenlenmiştir (m. 69/2). Son olarak, geleceğe ilişkin önemli nitelikteki perspektiflerin yanlış veya yanıltıcı olmasından hareketle sorumluluğa yol açması için bilgilerin genel kabulün aksine ya da gelecekteki (muhtemel) gelişmelerin içerdiği belirsizliğe hiçbir atıfta bulunmaksızın verilmiş olması şartına bağlanmıştır (m. 69/3).

---

<sup>989</sup> **Watter, R.:** Obligationenrecht II (Hrsg. Honsell, H./Vogt, N. P./Watter, R.), 5. Auflage, Basel 2016, s. 1613.

<sup>990</sup> **Watter,** s. 1616.

<sup>991</sup> **Watter,** s. 1616.

<sup>992</sup> **Watter,** s. 1617.

İsviçre hukukunda konumuz özelinde öne çıkan bir diğer düzenleme ise 8 Kasım 2019 tarihli ve 01 Ocak 2020 tarihinde yeni versiyonu yürürlüğe giren Kotasyon Kurallarıdır (*Kotierungreglement, KR*). Bu düzenlemenin 27 ilâ 36. maddelerinde yukarıda da değinilen kotasyon izahnamesine ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Ancak bu düzenlemede yer alan kurallar arasında izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin özel bir hükme yer verilmediği görülmektedir.

### III- SORUMLULUĞUN HUKUKİ TEMELLERİ

#### 1- Genel Olarak

Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun hukuki temellerine bakıldığında, ilk olarak konunun kamu hukuku-özel hukuk geleneksel ayrımı çerçevesinde bir sınıflandırmayla ele alınması doğru olacaktır.

Önceki bölümlerde anlatılan çerçevede, kamuyu aydınlatma değişik düzenlemelerde yer alan emredici nitelikte kurallar bütünüdür. Ancak, emredici kuralların ağırlıkta olması bizi bu konuda doğrudan bir sonuca ulaştırmaz. Bu noktada, özel hukuk-kamu hukuku ayrımının yapılmasını sağlayan kriterler açısından konu ele alınmalıdır. Sorumluluk hükümleri konusundaki bir değerlendirmeden önce sermaye piyasası hukukunun hukuk sistemimizde nereye konumlandırıldığını da göz önüne almakta yarar vardır. Zira bu konudaki ihlaller esasında sermaye piyasası hukukundan kaynaklanan hukuki ödev ve yükümlülüklerin ihlali niteliğindedir.

Öğretide, sermaye piyasası hukukunun; özel hukuka dahil olduğu<sup>993</sup> ve kamu hukukunun özellikle de idare hukukunun bir uzantısı olduğu görüşleri bulunsa da<sup>994</sup>, hâkim görüş sermaye piyasası hukukunun karma nitelikte bir disiplin olduğu yönündedir<sup>995</sup>. Sermaye piyasasının düzenleyici ve denetleyici otoritesi kamu tüzel kişiliğini haiz (SerPK m. 117) SPK'nın bu piyasadaki faaliyetleri ve Kurul işlemlerinin

<sup>993</sup> SerPK'nın özel hukuka ilişkin bir düzenleme olduğu ve sermaye piyasası ile bu piyasadaki bütün işlemlerin özel hukuk karakterli olduğu görüşü için bkz. **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 14.

<sup>994</sup> Sermaye piyasası hukukunun kamu hukukunun bir dalı olduğu görüşü için bkz. **Memiş/Turan**, s. 27, 28.

<sup>995</sup> **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 9; **Yürük**, s. 8. Bu konu ile ilgili benzer ve farklı görüş ve tartışmalar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Tanör**, C. 1, s. 41-51; **Nomer Ertan**, Sermaye Piyasası, s. 22; **Paslı, A.:** Türk Ticaret Kanunundaki Sermaye Piyasası Hukukuna İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (03.11.2015), İstanbul 2019, s. 28; **Aydoğan**, Menkul Kıymet İhraç Kararları, s. 259.

*Moroğlu*, 2499 sayılı SerPK'yı “*kamu hukuku kurallarından oluşan ve özel hukuka dahil ticaret hukuku kurallarının çerçevesini oluşturan bir kanun*” olarak nitelendirmiş; sermaye piyasası hukukunu da ekonomi hukukunun konusuna girdiğini belirtmiştir (**Moroğlu**, TTK ve SerPK, s. 61).

idari işlem niteliğinde olması ile idari yaptırım uygulama yetkisi bu alanı kamu hukukuna yaklaştırmakla birlikte, SPK'nın piyasadaki özgül ağırlığı sermaye piyasası hukukuna bütünüyle kamu hukuku karakteri kazandırmaya yeterli görülmemelidir. Zira, yatırımcıların birbirleriyle, ihraççılarla ve sermaye piyasası kurumlarıyla arasındaki özel hukuk karakterli hukuki işlem ve eylemler sermaye piyasası hukukunda çok geniş bir yer tutmaktadır. Sermaye piyasasında söz konusu olan bu işlemlerin özel hukuk karakterli olması kuşkusuz göz ardı edilemez<sup>996</sup>. Bu yüzden sermaye piyasası hukukunu özel hukuk ve kamu hukukunun birlikte var olduğu karma bir disiplin olarak kabul etmek kanaatimizce daha isabetlidir.

Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk özelinde konuya baktığımızda ise kanun koyucunun kamuyu aydınlatma ilkesinin gereği olarak ilgili kişilere yüklediği hukuki ödev ve yükümlülüklerin ifa edilmemesi dolayısıyla doğacak sorumluluk büyük ölçüde emredici normların ihlâli niteliğindedir. Bu yönüyle kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk kendini aynı zamanda kamu hukuku boyutunda da göstermektedir. Hatta, ABD hukukunda, ihraççıların hukuki sorumluluğunun genel olarak kamu hukuku kaynaklı bir sorumluluk olduğu dahi ileri sürülmektedir<sup>997</sup>. Bu görüş, özü itibarıyla yetkili kamu otoritesi kaynaklı kamuyu aydınlatma kurallarının ihlâl ediliyor olması ile gerekçelendirilmektedir. Buna rağmen, kanaatimizce kamuyu aydınlatma belgeleri ile yatırımcıların uğradıkları zararı tazmine yönelik sorumluluk normları açısından konunun özel hukuk temeline oturduğunu ifade etmek daha doğru olacaktır. Zira, tazminat taleplerinin hukuki gerekçesi, kamu gücünün kullanılmadığı ve resen icra edilebilir olmayan eşitler arası bir ilişkiden doğmaktadır. Şirketler hukuku, sermaye piyasası hukuku ve borçlar hukukunun bir kesişim noktasının karşımıza çıktığı bu alan, bütünüyle yatırımcıların korunmasına hizmet ederek sermaye piyasasında geçerli kamuyu aydınlatma ilkesinin diğer hukuk disiplinlerine de sirayet ettiği bir görünüm arz etmektedir.

Öte yandan, özel hukuk temeline dayalı ilişkilerin yaptırımı esas itibarıyla tazminat olsa da, kanun koyucu etki güçlerini ve ihlâl edilmesi muhtemel menfaat ilişkilerini de dikkate alarak özellikle toplumsal düzeni ilgilendiren bazı özel hukuk ilişkilerini idari ve cezai yaptırımlarla da donatmıştır. Bu bağlamda, haksız rekabet, sınai mülkiyet hakkı ihlalleri ve karşılıksız çek düzenlenmesi gibi konularda olduğu gibi sermaye piyasası hukukunun kapsamına dahil birtakım hususlarda da cezai yaptırımlara

---

<sup>996</sup> Adıgüzel, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 14.

<sup>997</sup> Ringe/Hellgardt, s. 17.

yer verildiği görülmektedir. Kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin olarak da cezai sorumluluk doğuran durumlar ile bu alanın düzenleyici ve denetleyici otoritesi olan SPK'ya karşı idari sorumluluğa yol açabilecek hâller mevcuttur.

Şunu da ifade etmek de yarar vardır ki, kamuyu aydınlatma belgeleri ile kesişim hâlinde olan bazı eylem ve işlemlerden idari ve cezai sorumluluk doğuran hâllerin tamamının esasında özel hukuk ilişkisi olduğu kanaatine varılmamalıdır. Söz konusu belgelerin, TCK'nın ya da SerPK'nın öngördüğü bir suçta araç olarak kullanımında yahut SPK'ya karşı olan kanuni yükümlülüklerin ifasıyla ilgili hususlarda o eylem ya da işlem, özünde doğrudan kamu hukukunun alanına giren bir özelliğe de bürünür. Çalışmanın odak noktasını kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan özel hukuk sorumluluğu oluşturduğundan bu hâllere sadece değinilmekle yetinilecektir.

## **2- Özel Hukuk Kaynaklı Sorumluluk**

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun çalışma konusunu oluşturan özel hukuk boyutundaki hukuki temellerine baktığımızda; sözleşmeden kaynaklı bir sorumluluğun mu, haksız fiil sorumluluğunun mu yoksa farklı bir hukuki nitelikteki sorumluluğun mu söz konusu olduğunun belirlenmesi sorunu ortaya çıkar. Bu konuda varılacak sonuç, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin özel düzenlemelerin uyumsuzluğun çözümünde yeterli olmadığı durumlarda uygulanacak ilke ve kuralların tespiti açısından önem taşır.

Önemle belirtelim ki, her ne kadar 6362 sayılı SerPK'da düzenlenen kamuyu aydınlatma belgeleri çalışmanın ikinci bölümünde ortaya konulan bütün belgeleri kapsar bir üst kavram olsa da, bu konu hakkında taraflar arasındaki hukuki ilişkinin niteliği önem taşıyacağından ilgili kamuyu aydınlatma belgesinin birinci el piyasa için mi yoksa ikinci el piyasa için mi düzenlendiğini göz önüne almak gerekir. Zira her iki piyasada taraflar farklılaşmaktadır. Daha da açık bir deyişle, bilgi sağlayıcılarının kurulan hukuki ilişkinin tarafı olup olmadığı her iki piyasada değişmektedir.

### **A- Sermaye Piyasasında Bilgiden Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Temeli**

Birinci el piyasa işlemlerinde şirketin ihraççı olduğu durumlarda şirket ile yatırımcı arasında doğrudan bir ilişki kurulmaktadır. İkinci el piyasa işlemleri ise şirketin daha önceden çıkardığı araçları ikinci el piyasada işlem gördüğü zaman içerisinde, kendisi satın alıp yine bu piyasada satışa sunduğu istisnai hâller hariç olmak üzere, ihraççı ile yatırımcı arasında gerçekleşmez. Bu piyasada, ihraççı şirketin daha önceden çıkardığı

sermaye piyasası aracını alan kişilerle söz konusu araçları bunlardan alan kişiler arasında bir alım-satım ilişkisi mevcuttur. Dolayısıyla bir yatırımcıdan diğer yatırımcıya sermaye piyasası araçlarının satışı söz konusudur. Sermaye piyasası aracı ihracının söz konusu olmadığı bu hâllerde kamuyu aydınlatmadan hukuki sorumluluğun doğmaması gerektiğine yönelik görüşler de mevcuttur<sup>998</sup>. Ancak, ikinci el piyasada yatırımcıların bu açıdan korunmasına gerek olmadığına yönelik bu görüşler, bugün için hukuk düzenlerinde kabul görmemektedir.

Sermaye piyasası faaliyetlerinde yatırımcılar, ihraççılar, aracılar ve diğer kuruluşlar arasında özel bir hukuki ilişki kurulmaktadır. Bu piyasanın aktörleri arasındaki ilişkilerde bilginin önemi ve piyasa fonksiyonlarına etkisi, çalışmanın birinci bölümünde de açıklandığı üzere, kamuyu aydınlatma ihtiyacını ortaya çıkarmış ve kamuyu aydınlatmanın sermaye piyasasının vazgeçilmez bir ilkesi haline gelmesini sağlamıştır. İkinci el piyasada bilgi sağlayıcısı ile işlem yapan tarafların farklı olmasına karşın, kanun koyucuları hukuki sorumluluğun öngörülmesi gerektiği düşüncesine götüren de aynı sebeptir. Bununla birlikte, ikinci el piyasada işlem gören sermaye piyasası araçları ile ilgili olarak da ihraççının ekonomik menfaatlerinin söz konusu olması bu kişilerin ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgeleri olarak kabul edilebilecek belgelerden sorumluluklarının öngörülmesine neden olmuştur<sup>999</sup>. Dolayısıyla sermaye piyasasında menfaatlerin ve piyasa fonksiyonlarının korunması için ikinci el piyasada da hukuki sorumluluk esastır.

Sermaye piyasasında geçerli aydınlatma yükümlülüğünün ihlâlinden kaynaklanan sözleşme dışı sorumluluk özel hukukta geçerli olan özgürlük alanının şirketlere sunduğu çıkarların bir istisnası olarak kabul edilmektedir<sup>1000</sup>. Bu belgelerle zarar verilmemesi bir hukuki ödev niteliğindedir. Hukuki ödevler ise en yalın ifadeyle, hukuk düzeninin kişilere yönelttiği ve onlar tarafından uyulması gereken emirler olarak tanımlanmaktadır<sup>1001</sup>. Bu noktada, tarafların açık veya örtülü irade beyanlarıyla bu sonucu istedikleri için değil doğrudan doğruya kanundan doğan bir ilişki söz konusu olmaktadır<sup>1002</sup>.

Alman ve İsviçre hukukunda bu alanda üzerinde durulan üst kavram, aydınlatma zorunluluğunun ihlâlidir (*Informationspflichtverletzungen*). Kamuyu aydınlatmadan

---

<sup>998</sup> **Fox**, Disclosure Liability, s. 907, 908.

<sup>999</sup> **Kalss**, s. 91.

<sup>1000</sup> **Weller, M. P.**: Fehlerhafte Kapitalmarktinformation zwischen Freiheit und Haftung (içinde: Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München 2013, s. 1341.

<sup>1001</sup> **Eren, F.**: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 21. Baskı, Ankara 2017, s. 529.

<sup>1002</sup> **Eren**, Genel Hükümler, s. 507.

doğan sorumluluk, esasen sermaye piyasası bilgilerinden doğan sorumluluk (*Kapitalmarktinformationshaftung*) çerçevesinde ele alınmaktadır. Bunun temelinde olay ve olguların, gerçeğe uygun ve eksiksiz şekilde açıklanması yükümlülüğü (*Wahrheitspflicht*) şeklinde ahlâki bir temel bulunmaktadır. Bununla birlikte, şeffaflığın sağlanması yükümlülüğü (*Transparenzpflicht*) de sermaye piyasasında kendini göstermektedir. Bu alandaki sorumluluğu güvenden doğan sorumluluk (*Vertrauenshaftung*) ile temellendirenler olduğu gibi haksız fiil sorumluluğu (*deliktischer Haftung*) ile ilişkilendirenler de mevcuttur<sup>1003</sup>. Haksız fiil temelli sorumluluk fikri, taraflar arasında doğrudan bir sözleşme ilişkisinin mevcut olmadığı hâllerde sözleşmeden doğan sorumluluğu savunmanın mümkün olamayacağından hareketle bunun haksız fiile dayalı olduğu düşüncesine dayanmaktadır<sup>1004</sup>. Öte yandan, sorumluluk çeşitlerinin günümüzde bu ikisiyle sınırlı düşünülmemesi gerektiğinden yola çıkılarak salt bu gerekçeyle haksız fiil temeline dayandırılması da reddedilmektedir<sup>1005</sup>. Özellikle de haksız fiil ile sözleşme hukuku arasında bir kategori olarak güvenden doğan sorumluluk da bu açıdan ön plana çıkartılmaktadır<sup>1006</sup>.

İkinci el piyasada sermaye piyasası bilgilerinden doğan sorumluluğun değişik hukuki temelleri olduğu savunulmaktadır. Bunlar; sözleşme, üçüncü kişileri koruyucu sözleşme, *culpa in contrahendo*, güvenden doğan sorumluluk (*the doctrine of confidence, vertrauenshaftung*), koruyucu hukuk normlarının ihlâli (*breach of a protective law, Schutzgesetzverletzung*) ve haksız fiildir<sup>1007</sup>.

Türk hukukunda ileri sürülen görüşlere baktığımızda, ikinci el piyasadaki kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun haksız fiil temelli olduğu fikrinin ağır bastığı görülmektedir<sup>1008</sup>.

---

<sup>1003</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Maier-Reimer/Seulen**, s. 783; **Habersack, M.:** Handbuch der Kapitalmarktinformation (Hrsg. Habersack, M./Mülbert, P. O./Schlitt, M.), München 2013, s. 734; **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 404; **Noth/Grob**, s. 1444.

<sup>1004</sup> **Noth/Grob**, s. 1444.

<sup>1005</sup> **Noth/Grob**, s. 1444.

<sup>1006</sup> Güven sorumluluğu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Kalkan Oğuztürk, B.:** Güven Sorumluluğu, İstanbul 2008.

<sup>1007</sup> **Kalss**, s. 78, 79; **Hopt**, Die Haftung für Kapitalmarktinformatoren, s. 112; **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 404, 416; **Wagner**, Schadensberechnung, s. 496.

<sup>1008</sup> **Kütükçü**, Kamuyu Aydınlatmadan Sorumluluk, s. 81; **Manavgat**, HAAO, s. 259, 260; **Keskin**, s. 112.

**Kara**, hukuki temel konusunda açık bir belirleme yapmaksızın izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa haksız fiil hükümlerinin kıyasen uygulanabileceğini belirtmiştir (**Kara**, s. 166).

Kanaatimizce, en önemlisi, izahnameden ve diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk, Almanya’da ve İsviçre’de de ifade edildiği gibi *kanundan doğan özel bir sorumluluktur*<sup>1009</sup>. 6362 sayılı SerPK ile bu konunun değişik maddelerde kapsamlı şekilde düzenlenmiş olması bu özelliği kuvvetlendirmiştir.

Ayrıca belirtelim ki, izahname ve ihraç belgesi dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde yatırımcı ile ihraççı ya da ihraççının kamuyu aydınlatma belgelerini hazırlayan kişi ya kuruluşlar arasında bir sözleşme ilişkisi kurulması söz konusu olmadığından *culpa in contrahendo* ya da sözleşmeden doğan sorumluluk temeline dayalı görülmesi uygun olmaz. Bu yüzden, bu alandaki kuralların özünü niteleyen koruyucu hukuk normlarının ihlâlüne dayanan bir sorumluluğun söz konusu olduğu ve bu sorumluluğa *gerekli olduğu* ve *niteliğine uygun düştüğü* ölçüde haksız fiile dayalı hükümlerin tamamlayıcı hüküm olarak uygulanabileceği kanaatindeyiz.

Son olarak belirtelim ki, gerek konunun teorik değeri gerek uygulamada yeknesaklık sağlayabilmek için hukuki temelin belirgin hale getirilmesi gerekmektedir de, çalışmanın dördüncü bölümünde kapsamlı olarak ele alındığı üzere, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin SerPK’da yer alan düzenlemeler genel hükümlere çok sınırlı bir şekilde başvurulabilecek ölçüde ayrıntılıdır. SerPK’nın 10 ve 32. maddelerinde; sorumluluk doğuran fiil, hukuka aykırılık, kusur, zarar, illiyet bağı, ve bunların ispatına ilişkin olarak özel düzenlemeler yapılmıştır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerimiz oluşturulurken yararlanılan yabancı hukuk sistemlerinde de bu konu üzerinde uzlaşmamaktadır. Bu çerçevede, Türk hukukunda da izahname de dahil olmak üzere kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun hukuki temeli konusunda kesin bir belirleme ortaya koyabilmek mümkün olmadığı gibi yukarıda açıklanan nedenlerle çok büyük bir işleve de sahip olmayacaktır.

---

*Ünal* ise belgeler arasında bir ayırım yapmaksızın haksız fiil sorumluluğunun söz konusu olduğunu ve hatta eğer şartları mevcutsa haksız rekabete ilişkin hükümlerin dahi uygulama alanı bulabileceğini ifade etmiştir (**Ünal**, HAAO, s. 135).

*Rüzgâr*, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluğun *culpa in contrahendo* sorumluluğunun olduğunu ve daha da ileri gidilerek yatırımcının sözleşme sorumluluğu çerçevesinde de korunmasının tartışılabilirliğini ifade etmiştir (**Rüzgâr**, s. 862).

*Meral*, izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde uygun düştüğü ölçüde sözleşmesel sorumluluk, güven sorumluluğu veya haksız fiil sorumluluğu hükümlerinin uygulanmasının gerektiğini belirtmiştir (**Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 124).

<sup>1009</sup> **İnceoğlu, M. M.:** Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004, s. 133; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 150; **Ayoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 647-649; **Mutlu Uşaklı**, 2010, s. 149; **Üçışık/Çelik**, s. 206; **Manavgat**, HAAO, s. 260; **Kara**, s. 166; **Turan**, s. 207, 211; **Uçar**, s. 99; **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 123; **Gözüyeşil**, s. 313, 316.

## B- İzahname ve İhraç Belgesinden Doğan Sorumluluğun Hukuki Temeli

Sermaye piyasası araçlarının ilk defa çıkarıldığı ve satışının gerçekleştiği birinci el piyasada ihraççılar ile yatırımcılar arasında doğrudan bir ilişki kurulmaktadır. İhraççılar bu sayede kendilerine kaynak sağlamakta, yatırımcılar ise satın aldıkları sermaye piyasası araçları vasıtasıyla yatırım yapma olanağına sahip olmaktadır. Bu noktada, kamuyu aydınlatma ihtiyacının hangi nedenlere bağlı olarak ortaya çıktığı ve hangi işlevleri yerine getirdiği çalışmanın birinci bölümünde ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Hemen sonrasında, birinci el piyasada kamuyu aydınlatma zorunluluğunun yerine getirilmesini sağlayan araçlar olarak tamamı kamuyu aydınlatma belgesi niteliğini haiz “izahname”, “ihraç belgesi” ve “ihraç sürecinde düzenlenen diğer kamuyu aydınlatma belgeleri”nin yer aldığı, söz konusu belgelerin neyi ifade ettikleri ile düzenlenme usul ve esasları çalışmanın ikinci bölümünde ayrı ayrı izah edilmiştir.

Ekleyelim ki, bu belgelerden izahname, her biri bağımsız şekilde de kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olan finansal raporlar, denetim, değerlendirme ve derecelendirme raporları ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu gibi belgelerde yer alan bilgileri de içerebilmektedir. Bu tür durumlarda dahi izahnamenin içerdiği bilgiler bütünü açısından sorumluluğun hukuki temelini, taraflar arasında söz konusu olan hukuki ilişkinin temeline bir başka deyişle birinci el piyasa işlemi olmasına dayalı olarak belirlenmesi gerekir. Dolayısıyla izahnamenin içerdiği bilgiler şirketin bir başka kamuyu aydınlatma belgesine dayansa da izahname kapsamı içerisinde yer aldığından izahnameden doğan hukuki sorumluluk kapsamına dahil olacaktır.

Bu konuda da Türk hukukuna da etkisini gözlemlediğimiz Almanya ve İsviçre’de izahname sorumluluğunun hukuki temeli konusunda yapılan belirlemelerden yararlanmak yerinde olacaktır.

İzahnameden doğan hukuki sorumluluğun özel bir kanunla düzenlendiği Alman hukukunda izahnameden doğan sorumluluğun, BGB § 826 kaynaklı haksız fiil sorumluluğu (*deliktischer Haftung*), sözleşme öncesi sorumluluk (*vorvertraglicher Haftung*) ve nihayet ilgili Kanun çerçevesinde özel kanuna dayalı sorumluluk (*spezialgesetzlicher Kapitalmarktinformationshaftung*) şeklinde ayrıma tabi tutularak incelendiği görülmektedir. Bu ülkede, izahnameden doğan sorumluluğun özel bir kanunla düzenlenmiş olması dolayısıyla kanuna dayalı bir sorumluluk (*ex lege*) olduğu nitelendirmesi yapılmaktadır. Taraflar arasında sözleşme ilişkisinin olmadığı durumlarda sözleşme benzeri ilişkiler (*near-contractual relationship, vertragsnahe Beziehung*) söz konusu olabilmektedir. Bunların ilki olarak görülebilecek durum, sözleşme öncesi



aşamada özellikle ticari nitelikteki işlerde belirli yükümlülüklerin söz konusu olduğundan hareketle, *culpa in contrahendo* sorumluluğu; bir diğeri ise arada sözleşme ilişkisi mevcut olmamakla birlikte “sözleşme ve haksız fiil arası sorumluluğun (*liability between contractual and delictual liability*, *Zwischenbereich von Vertrags- und Deliktshaftung*)” mevcut olmasıdır<sup>1010</sup>. Baskın görüş ise izahname sorumluluğunu *culpa in contahendodan* kaynağını alan güvenden doğan sorumlulukla ilişkilendirmektedir<sup>1011</sup>. Alman hukukunda ileri sürülen görüşler bu çerçevede olmakla birlikte, kanunda özel olarak düzenlenen bu sorumluluğun hukuki temeline yönelik ileri sürülen farklı görüşlerin uygulamaya etkisinin çok sınırlı olduğu da vurgulanmaktadır<sup>1012</sup>.

İsviçre’de de sözleşme, sözleşme öncesi sorumluluk (*culpa in contrahendo*), güvenden doğan sorumluluk (*doctrine of confidence*), sermaye piyasasında bilgilendirme yükümlülüğünün ihlâli görüşleri mevcuttur. Bu ülkede izahnameden doğan sorumluluğun haksız fiil sorumluluğu (*Deliktshaftung*), sermaye piyasasında bilgi verme yükümlülüğünün ihlâli ve sermaye piyasasında güvenden doğan sorumluluk (*Vertrauenshaftung*) ile temelli olduğuna ilişkin görüşler mevcut bulunmaktadır<sup>1013</sup>. İsviçre öğretisinin önemli bir kısmı izahnameden doğan sorumluluğun ne sözleşme sorumluluğu ne de haksız fiil sorumluluğu olduğunu; bunun ayrı ve özgün bir yasadan kaynaklı sorumluluk (*eigenständige gesetzliche Haftung*) hâli olduğunu savunmaktadır<sup>1014</sup>. Hâkim görüş ise izahnameden doğan sorumluluğun haksız fiile dayandığı yönündedir<sup>1015</sup>. Bu sorumluluğun piyasaya karşı bir bilgi verme zorunluluğunun ihlâlinden yahut güvenden kaynaklandığının kabul edilebileceği vurgulanmaktadır<sup>1016</sup>. İzahname dolayısıyla söz konusu olacak ve aşağıda ilgili bölümünde ayrıntılı olarak üzerinde durulacak olan davacı sıfatına sahip kişiler ve sorumlu kişiler, bunun sözleşmesel bir sorumluluk olarak nitelendirilmesi için çok geniş; haksız fiil sorumluluğuyla temellendirilmesi için ise çok dar görülmektedir<sup>1017</sup>. Bizi üçüncü bir kategoriye yönelten bu düşünceye itiraz edebilmek gerçekten kolay değildir. Sözleşme ilişkisinin sadece taraflara karşı ileri sürülebilen bir özellik arz etmesi, şirket tüzel kişiliği dışında kişilerin de sorumlu tutulabildiği bu ilişkinin sözleşme ilişkisiyle

<sup>1010</sup> Kalss, s. 79; Groß, W.: Kapitalmarktrecht, 6. Auflage, München 2016, s. 418, 419.

<sup>1011</sup> Assmann, WpPG, s. 581.

<sup>1012</sup> Groß, s. 418, 419.

<sup>1013</sup> Watter, s. 1613, 1614; Noth/Grob, s. 1443 vd.

<sup>1014</sup> Noth/Grob, s. 1444.

<sup>1015</sup> Roberto/Wegmann, s. 161, 164; Kalss, s. 88.

<sup>1016</sup> Noth/Grob, s. 1444.

<sup>1017</sup> Noth/Grob, s. 1445.

açıklanabilmesini güçleştirmektedir. Keza, hem dava açabilecek hem de hakkında dava açılarak sorumlu tutulabilecek kişilerin ilgili düzenlemelerde sınırlandırılarak hükme bağlanmış olması da haksız fiil sorumluluğunun esaslarına uymamaktadır.

Yukarıda da ifade edildiği, izahnameden ve diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun esasında Almanya’da ve İsviçre’de de ifade edildiği gibi kanundan doğan özel bir sorumluluk olduğundan şüphe duyulmamaktadır<sup>1018</sup>. Kuşkusuz, bu sorumluluğun kaynağı kanunda yer alan özel düzenlemedir. Ancak, özel hükme dayalı sorumluluğun yanı sıra borçlar hukuku temelinde bir belirleme yapılmaya çalışılmaktadır<sup>1019</sup>.

Türk hukukunda bugüne kadar ileri sürülen düşüncelere bakıldığında, farklı gerekçeler çerçevesinde oluşturulan değişik görüşlerin söz konusu olduğu görülmektedir. Bunlar arasında, izahnameden doğan sorumluluğun;

- sözleşmeden doğan hukuki sorumluluk<sup>1020</sup>,
- *culpa in contrahendo* sorumluluğu<sup>1021</sup>,
- haksız fiil sorumluluğu<sup>1022</sup> ve

<sup>1018</sup> **İnceoğlu**, s. 133; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 150; **Ayoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 647-649; **Mutlu Uşaklı**, 2010, s. 149; **Üçışık/Çelik**, s. 206; **Manavgat**, HAAO, s. 260; **Kara**, s. 166; **Turan**, s. 207, 211; **Uçar**, s. 99; **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 123; **Gözüyeşil**, s. 313, 316.

<sup>1019</sup> Buna karşın, 6362 sayılı SerPK ile izahnameden doğan hukuki sorumlulukta genel hükümlere gitmenin hiçbir öneminin kalmadığı görüşü için bkz. **Turan**, s. 207; **Uçar**, s. 99, 100, 102.

<sup>1020</sup> **Ayoğlu**, ihraççıların sermaye piyasası araçlarının satış sürecinde düzenlenen belgelerden doğan sorumluluğunun bu kişilerin “satıcı” konumlarından kaynaklı ve sözleşmenin diğer tarafını oluşturan yatırımcılara karşı Borçlar Hukukunun borca aykırılık (mülga Borçlar Kanunu m. 96 vd.; TBK m. 112 vd.) hükümlerine dayanan bir hukuki temelinde de olduğunu ifade etmiştir (**Ayoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 639, 640). Yazar, aynı anlayışın pay sahiplerinin ellerindeki mevcut paylarının halka arz eden sıfatıyla halka arzında da söz konusu olabileceğini de dile getirmiştir (**Ayoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 640).

<sup>1021</sup> **Sönmez**, konuyu aracı kuruluşlar yönünden ele alarak bu sorumluluğun *culpa in contrahendo* temelli olduğunu vurgulamıştır (**Sönmez, Y. Z.**: Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1997, s. 120).

**Manavgat** ve **Turan** ihraççının izahnameden doğan sorumlulukta *sözleşme öncesi görüşmelerden sorumluluğun* (*culpa in contrahendo*) söz konusu olduğunu savunmaktadır (**Manavgat**, HAAO, s. 259, 260; **Turan**, s. 208). **Turan**, aracı kurumun kendi adına müşteri hesabına hareket ettiğinde *culpa in contrahendo* doğrudan ihraççı ad ve hesabına hareket ettiği hâllerde yardımcı şahıs niteliğinde olmasından hareketle haksız fiil hükümlerine göre sorumlu olacağını belirtmiştir (**Turan**, s. 210). Yazar çalışmasının ilerleyen bölümünde tek başına sözleşme ya da haksız fiil değil ikisine de ait unsurların söz konusu olduğu “karma” bir sorumluluğun söz konusu olduğunu (**Turan**, s. 211, dñn. 59) belirtmiş; son olarak da akde aykırılığa dayandığı fikrinin ağırlıkta olduğunu zikretmiştir (**Turan**, s. 212).

<sup>1022</sup> **İnceoğlu**, aracı kurumların izahname açısından ihraççının yardımcı şahsı konumunda olduğu ve yatırımcı ile sözleşme görüşmelerinde bulunmadığından hareketle haksız fiil sorumluluğunun söz konusu olduğunu ifade etmiştir (**İnceoğlu**, s. 132).

- karma nitelikte sorumluluk<sup>1023</sup>

olduğuna yönelik görüşler karşımıza çıkmaktadır.

Kanaatimizce izahnameden doğan hukuki sorumluluğun dogmatik temelini belirlemeye yönelik bu gayret, geçmişten kalan bir çabanın sürdürülmesi alışkanlığına dayanmaktadır. İzahnameden doğan hukuki sorumluluğa yönelik hiçbir hükmün bulunmadığı 13.05.1992<sup>1024</sup> öncesi dönem ve izahnameden doğan sorumluluk genel olarak düzenlenmekle birlikte kusur, zarar ve illiyet bağı gibi konularda hiçbir doğrudan düzenlemenin mevcut olmadığı 13.05.1992-30.12.2012 arası dönem için son derece anlamlıdır. Ancak, 6362 sayılı SerPK ile bu konulara ilişkin özel kanuni düzenlemeler getirildiği için bu tartışmanın da önemli bir pratik değerinin olduğunu ifade edebilmek son derece güçtür.

Bununla birlikte, haksız fiilin kabulünün kusuru ispat açısından yatırımcıların korunmasına aykırı bir yaklaşım olacağı fikrine<sup>1025</sup> katılmıyoruz. Bu düşünce, 2499 sayılı mülga SerPK döneminde ifade edildiğinde<sup>1026</sup> haklılık payı vardı. Ancak, 6362 sayılı SerPK ile ispat yüküne ilişkin özel bir düzenleme öngörüldüğünden sorumluluğun haksız fiil olarak nitelendirilmesi ispat yükü açısından bir hukuki sonuç doğurmayacaktır. Dolayısıyla haksız fiil görüşünün bu nedenle reddi isabetli bir yaklaşım değildir. Burada, varılmak istenen hukuki sonuçlara değil taraflar arasındaki ilişkinin özüne yoğunlaşılmalıdır. İzahname ile izahnameyi düzenleyen kişi bir satış işlemi gerçekleştirmekte olduğundan hukuki nitelik itibarıyla haksız fiile uygun düşmemektedir.

---

*Ayoğlu* izahnameden doğan sorumlulukta haksız fiil hükümlerinin kıyasen uygulama bulabileceğini belirtmiştir (**Ayoğlu**, Halka Arz, s. 150; **Ayoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 648).

*Çatakoğlu* izahnameden doğan sorumluluğun bir haksız fiil sorumluluğu olmadığı fakat haksız fiil hükümlerinin kıyasen uygulanabildiği kanundan kaynaklı bir sorumluluk olarak nitelendirmiştir (**Çatakoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 126, 127.).

<sup>1023</sup> *Ayoğlu*, halka arzın yapılma şekline göre bir ayrıma gitmiş ve en iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim türü aracılıkla ihraççının Borçlar Kanununun borca aykırılığa ilişkin hükümlerine göre sorumlu olduğunu; tümünü yüklenimin söz konusu olduğu hâllerde aracı kuruluşun aradaki akdi ilişki nedeniyle borca aykırılık hükümlerine göre sorumlu olduğunu eklemiştir (**Ayoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 649).

*Meral*, özel hüküm bulunmayan hâllerde uygun düştüğü ölçüde sözleşme veya sözleşme öncesi sorumluluk hükümlerine başvurulabileceğini ifade etmiştir (**Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 124).

*Gözüyeşil*, ihraççı ve halka arz edenin satıcı sıfatları mevcut olduğundan, sorumluluklarının satış sözleşmesi temeline dayalı olduğunu (**Gözüyeşil**, s. 305, 314, 315); izahnameden sorumlu olan diğer kişilerin sorumluluğunun ise haksız fiil temeline dayandığını ifade etmiştir (**Gözüyeşil**, s. 262, 299).

<sup>1024</sup> “3794 sayılı “Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu’nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK’nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun” (RG. 13.05.1992, S. 21227).

<sup>1025</sup> **Çatakoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 127.

<sup>1026</sup> **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 151; **Mutlu Uşaklı**, 2010, s. 148, 149.

İzahname, ihraççı şirketin satmak istediği sermaye piyasası araçları ile kendisi hakkında bilgi verme yükümlülüğüne dayalı olan ve yoğun şekilde güven ilişkisi üzerine kurulu bir temele sahiptir<sup>1027</sup>. Bununla birlikte, izahnamenin hukuki niteliği göz önüne alınarak bir sonuca varmak gerekirse, bu belgenin yukarıda da açıklandığı üzere icaba davet olarak kabul edilmesinden hareketle esasen icaba davetten kaynaklanan bir sorumluluk olduğu düşünülebilir. Bu da bizi *culpa in contrahendo* ve *sözleşme* temeline dayalı bir ilişkiye yaklaştırmaktadır. Son olarak belirtelim ki, halka arz ve satış yöntemlerinden kaynaklanan farklılıklar ise konunun teorik yanı açısından isabetli olmakla birlikte uygulanacak hukuk kuralları açısından farklı bir hukuki sonuç doğurmamaktadır.

### **3- Kamu Hukuku Kaynaklı Sorumluluk**

#### **A- İdareye Karşı Sorumluluk**

Sermaye piyasasının arzu edilen özelliklerde işleyişine ilişkin hukuki araçlardan bir diğeri idari tedbir ve yaptırımlardır. Sermaye piyasasını düzenleyici ve denetleyici bir kamu otoritesinin yetkileri ile bu alanda sağlanmak istenen husus, önleyici bir mekanizmayı yaptırımlarıyla birlikte öngörmektir. Bu sayede hukuki kural ve ilkelerin uygulanmasında etkinliğin sağlanması, sermaye piyasasında yatırımcıların korunmasına da hizmet eder.

Özellikle 1990'lar sonrasında gerçekleşen muhasebe skandalları, Avrupa Birliği düzeyinde ve Birliğe üye devletlerde özel hukuk sorumluluğunun tek başına yeterli olmadığı ile bu sorumluluğun ihraççıların bu konulardaki düzenlemelere kalıcı uyumunu sağlayamadığı düşüncesinin hâkim olmasına yol açmıştır<sup>1028</sup>. Bu durum da kuşkusuz farklı önleyici mekanizmalar ile yaptırımların devreye sokulması ihtiyacını beraberinde getirmiş ve kamu hukuku kaynaklı idari ve cezai yaptırımları ortaya çıkarmıştır. İzahname Tüzüğü'nün 38. maddesi idari yaptırımlara ilişkin olup bu düzenlemenin birinci fıkrası ile Tüzüğün belirli maddelerini ihlâllere idari yaptırım uygulanması üye devletlere zorunlu tutulmuştur (m. 38.1). Söz konusu madde ile ayrıca uygulanabilecek idari yaptırım türleri (m. 38.2) ve üye devletlerin bunlara ek idari yaptırım ve tedbirler öngörebilme yetkisinin olduğu hükme bağlanmıştır (m. 38.3). Yine Şeffaflık Direktifi üzerinde gerçekleştirilen 2013 Reformu ile idari tedbir ve yaptırımlara ilişkin gereksinimler daha detaylı düzenlenmiştir<sup>1029</sup>.

<sup>1027</sup> Kalss, s. 87.

<sup>1028</sup> Brinckmann, Periodic Disclosure, s. 334.

<sup>1029</sup> Brinckmann, Periodic Disclosure, s. 341.

SerPK'nın değişik maddelerinde tedbir niteliğinde düzenlemeler öngörölmüştür. Ancak, ilk olarak Kanunun “*Sermaye Piyasalarında Denetim ve Tedbirler*” başlıklı beşinci kısmının 91 ilâ 102. maddelerini kapsayan “*Tedbirler*” bölümünde yer bulan genel hükümler zikredilmelidir. Bu düzenlemeler arasında “*kanuna aykırı ihraçlarda uygulanacak tedbirler*” (m. 91), “*kanuna aykırı ilan, reklam ve açıklamalarda uygulanacak tedbirler*” (m. 100), “*bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı incelemelerinde uygulanacak tedbirler*” (m. 101) kamuyu aydınlatma ilkesi ve dolayısıyla kamuyu aydınlatma belgeleri ile doğrudan ilişkilidir. Bu sayılanların dışında kalanlarda ise yine bilginin tedbir alınmasını gerektirir işlem ve eylemlerde kötüye kullanımı söz konusu olabilmektedir.

#### **a- Kanuna Aykırı İhraçlarda Uygulanacak Tedbir ve Yaptırımlar**

Kanun koyucu, birinci el piyasada bilgi güvenilirliğini sağlamanın bir diğer aracı olarak idari tedbir ve yaptırımları görmektedir. Bu amaçla, SerPK'nın değişik düzenlemelerinde tedbir niteliğinde görölebilecek düzenlemelere yer verilmiştir<sup>1030</sup>. Kanunun 91. maddesi ise bu konudaki esas düzenlemeyi oluşturmaktadır.

SerPK'nın yakın geçmişte 7222 sayılı “Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun”<sup>1031</sup> ile üzerinde değişiklik yapılan 91. maddesi ile “*Kanuna aykırı ihraçlarda uygulanacak tedbirler*” düzenlenmiştir.

Sermaye piyasası araçlarının ihracının kanuna aykırılığı denildiğinde kapsamı geniş bir hukuka aykırılık durumu ortaya çıkar. İhraç sürecinde muhataplara sunulması gereken bilgilerin kanuna uygun şekilde sunulmaması da kanuna aykırılık oluşturan hâllerden bir tanesidir.

SerPK'nın 91. maddesinin birinci fıkrası uyarınca Kurul, her türlü harç ve teminattan muaf olarak gerekli tüm tedbirleri almaya, satılan kısmın karşılığı ve satışı yapılacak sermaye piyasası aracı için her türlü harç ve teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz istemeye yetkili kılınmıştır. Söz konusu maddenin ikinci fıkrasında ise kanuna aykırı ihracın doğurduğu sonuçların ortadan kaldırılması ile nakit ve diğer varlıkların hak sahiplerine iadesi için özel bir prosedür öngörölmüştür.

<sup>1030</sup> Kanunun değişik maddelerinde yer verilen ve tedbir niteliğinde görölebilecek düzenlemelere baktığımızda ise SPK'nın izahnamede değişiklik gerektiren veya yeni hususların ortaya çıkmasından dolayı, daha önce de açıklandığı gibi (bkz. İkinci Bölüm-III-8-“İzahname Üzerinde Değişiklikler”), gerekli görölməsi hâlinde SPK'ya da satış sürecini durdurma yetkisi tanınması karşımıza çıkar (SerPK m. 8/2; İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğı m. 24/1).

<sup>1031</sup> RG. 25.02.2020, S. 31050.

SPK tarafından yapılan yazılı ihbar tarihinden itibaren bir yıl içinde bu Kanuna aykırı ihracın doğurduğu sonuçların tamamen ortadan kaldırılmaması durumunda Kurulun, nakit ve diğer varlıkların hak sahiplerine iadesi veya ortaklığın tasfiyesi için dava açmaya yetkili olduğu düzenlenmiştir (SerPK m. 91/5). Son olarak, para toplanan kişilerin genel hükümlerden kaynaklanan haklarının saklı olduğu belirtilmiştir (SerPK m. 91/5).

## **b- Diğer İdari Tedbir ve Yaptırımlar**

Kanun koyucu, SerPK'nın "*Sermaye piyasası kurumlarının hukuka aykırı faaliyet veya işlemlerinde uygulanacak tedbirler*"<sup>1032</sup> kenar başlıklı 96. maddesinin birinci fıkrasında "*Kurul, sermaye piyasası kurumlarının mevzuat, Kurulca belirlenen standartlar, esas sözleşme ve fon iç tüzüğü hükümlerine aykırı faaliyetlerinin tespit edilmesi hâlinde;*

*- ilgililerden aykırılıkların Kurulca belirlenen bir sürede giderilmesini ve kanuna, işletme amaç ve ilkelerine uygunluğun sağlanmasını istemeye ya da*

*- doğrudan bu kurumların faaliyetlerinin kapsamını sınırlandırmaya veya geçici olarak durdurmaya, tamamen veya belirli sermaye piyasası faaliyetleri itibarıyla yetkilerini iptal etmeye ya da*

*- öngöreceği diğer her türlü tedbiri almaya yetkilidir.*" hükmüne yer vermiştir. Anılan maddenin ikinci fıkrasında da ilgili şirketin yönetici ve çalışanları üzerinde uygulanabilecek idari yaptırımlar hükme bağlanmıştır<sup>1033</sup>.

Bunlarla birlikte, öğretide Günay tarafından SerPK m. 17/2. fıkrasında<sup>1034</sup> kurumsal yönetim ilkeleri ile ilişkili olarak SPK'nın yetkilerinin kamuyu aydınlatma

<sup>1032</sup> Bu madde idari tedbirlerin yanı sıra yaptırımları da içerdiğinden kenar başlığının "*Sermaye piyasası kurumlarının hukuka aykırı faaliyet veya işlemlerinde uygulanacak tedbirler ve yaptırımlar*" şeklinde olması daha isabetli bir tercih olabilirdi.

<sup>1033</sup> "*Kurul, hukuka aykırı faaliyet veya işlemlerde sorumluluğu tespit edilen yöneticilerin ve çalışanların sahip oldukları lisansları geçici veya sürekli olarak iptal etmeye, haklarında suç duyurusunda bulunulması kararından itibaren yargılama sonuçlanıncaya kadar imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya, hukuka aykırılıkta veya gerçekleştirilen işlemlerde sorumluluğu mahkeme kararıyla tespit edilen yönetim kurulu üyelerini görevden almaya ve yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar yerlerine yenilerini atamaya yetkilidir. Banka yönetim kurulu üyelerinin görevden alınması yönünde işlem tesis edilmeden önce Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun görüşü alınır.*"

<sup>1034</sup> "*Kurul, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıkların, niteliklerine göre, kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmaya, buna ilişkin usul ve esasları belirlemeye, verilen süre içinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmemesi hâlinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmesini sağlayacak kararları almaya ve buna ilişkin işlemleri resen yapmaya, herhangi bir süre vermemiş olsa dahi uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her*

ilkesi bağlamında belirlenen yükümlülüklerin ihlali hâlinde de mevcut olduğu ifade edilmiştir<sup>1035</sup>.

Konumuz özelinde sadece idari tedbir niteliğinde işlemlerle değil aynı zamanda idari sorumlulukla hedeflenen de esasında yine kamuyu aydınlatmaya ilişkin bütün hükümlerin gereği gibi uygulanmasıdır<sup>1036</sup>. Yetkili kamu otoritesinin uygulayacağı yaptırımlarda, yatırımcıların uğradıkları zararların tazmini değil caydırıcılık ve piyasaya olan güvenin korunması amacı söz konusudur<sup>1037</sup>. Yargısal sorumluluğa göre daha az masraflı idari mekanizmaya rağmen sorumluluk doğurucu nitelikte bir hukuka aykırılık söz konusu olabilir. Bu durumda zarar gören yatırımcılara ek olarak idari otoriteye karşı da belirli bir sorumluluğun doğması doğaldır.

SerPK'nın “*İdari Para Cezası Gerektiren Fiiller ve Sermaye Piyasası Suçları*” başlıklı altıncı kısmının 103 ilâ 115. maddelerinin yer aldığı birinci bölümü idari para cezasına ilişkin düzenlemelere ayrılmıştır.

Kanunun 103. maddesinin birinci fıkrasına göre, “*Bu Kanuna dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve Kurulca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket eden kişilere Kurul tarafından yirmi bin Türk Lirasından iki yüz elli bin Türk Lirasına kadar idari para cezası verilir. Ancak, yükümlülüğe aykırılık dolayısıyla menfaat temin edilmiş olması hâlinde verilecek idari para cezasının miktarı bu menfaatin iki katından az olamaz. Tüzel kişilere, aykırılığın ağırlığı ve etkilediği mağdur sayısı dikkate alınarak bu fıkranın birinci cümlesinde yer alan asgari miktardan az olmamak üzere bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında yer alan brüt satış hasılatının %1'i ile vergi öncesi kârının %20'sinden yüksek olanına kadar idari para cezası verilir.*”<sup>1038</sup>. Yine, belirtilen yükümlülüklerle aykırı hareket eden kişinin bir tüzel kişinin organı veya organı olmamakla birlikte tüzel kişinin faaliyeti çerçevesinde görev üstlenen bir kişi olması hâlinde yaptırımın ne şekilde uygulanacağı da aynı maddenin ikinci fıkrasında yer bulmuştur. SPK'nın idari para cezası uygulama yetkisine ilişkin genel hükmünü teşkil eden bu düzenleme, aksine özel hüküm olmadıkça, yukarıda

---

*türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemeye, dava açmaya, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemeye, bu işlemlerin yerine getirilmesine ilişkin usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.”*

<sup>1035</sup> **Günay**, s. 21.

<sup>1036</sup> “İdari tedbir” ile “idari yaptırım” kavramlarının farklılığı için bkz. **Yasin**, 207, 208; **Keskin**, s. 132.

<sup>1037</sup> **Davies**, Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections, s. 307.

<sup>1038</sup> Söz konusu fıkranın son cümlesi “Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile SerPK'ya eklenmiştir (RG. 25.02.2020, S. 31050).

incelenen birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgeleri de dahil olmak üzere tüm kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin ihlâllerde uygulama alanına sahiptir.

SerPK m. 103/4. fıkrası bilginin kötüye kullanımını idari yaptırım mekanizmasıyla engellemeye yönelik bir diğer düzenlemedir. Keza, Kanunun 104. maddesinde piyasa bozucu eylemler, “*Makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemler*” olarak tanımlanmış ve bu tür eylem ve işlemler için idari para cezası öngörülmüştür. İdari para cezalarının uygulanmasına yönelik usule ilişkin esaslar ise SerPK m. 105’de yer bulmuştur.

Birinci ve ikinci el piyasa açısından ayrı ayrı somutlaştırmak gerekirse, SPK’nın kamuyu aydınlatma belgeleri ile ilgili düzenlemelere aykırı hareket eden kişilere idari para cezası uygulayabileceği değişik hâller söz konusu olabilir. Örneğin, birinci el piyasada ihraççıların SerPK’nın 7. maddesi ile II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği’nin 27. maddesine aykırı şekilde ilân, tanıtım ve reklamlar dolayısıyla idari para cezası uygulanabilir. İkinci el piyasada ise bu tür işlemler, finansal raporların düzenlenmesine ve yayımlanmasına ilişkin olarak sermaye piyasası mevzuatında öngörülen usullere aykırılık şeklinde bir sebepten ileri gelebileceği gibi ihraççının sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını yahut yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek bilgi, olay ve gelişmelerin hiç ya da zamanında açıklanmaması veya yanlış, yanıltıcı veya eksik açıklanması gibi bir sebepten kaynaklanabilir<sup>1039</sup>.

Son olarak belirtelim ki, SPK idari yaptırım uygulamasına rağmen ilgililerin işlem veya eylemleri suç niteliğini taşıyorsa Kanunun 115. maddesi çerçevesinde Cumhuriyet Başsavcılığına başvurma yetki ve sorumluluğuna sahip olduğu unutulmamalıdır.

## **B- Cezai Sorumluluk**

Kamuyu aydınlatma ilkesinin içerdiği belirli gerekliliklerin yerine getirilmesi cezai hükümlerle de güvence altına alınmıştır. Kanun koyucu, TCK’da yer alan birtakım düzenlemelere ek olarak TTK ve SerPK ile bu alanda söz konusu olabilecek belirli suç tiplerini ve bunların yaptırımlarını hükme bağlamıştır.

Her şeyden önce TCK’nın “*Şirket veya kooperatifler hakkında yanlış bilgi*” kenar başlıklı 164. maddesi “*Bir şirket veya kooperatifin kurucu, ortak, idareci, müdür veya*

---

<sup>1039</sup> Anayasa Mahkemesi’nin kararına konu olayda ilgili şirket hakkında açılan davaya ilişkin olarak özel durum açıklamasının yapılmamasının bu belgelere ilişkin yürürlükteki Tebliğ hükümlerine aykırılık teşkil ettiğinden hareketle idari para cezası uygulanmasına karar verilmiştir (10.10.2018 tarihli ve 2017/23849 Başvuru Numaralı Karar, par. 13, RG. 14.12.2018, S. 30625).



*temsilcileri veya yönetim veya denetim kurulu üyeleri veya tasfiye memuru sıfatını taşıyanlar, kamuya yaptıkları beyanlarda veya genel kurula sundukları raporlarda veya önerilerde ilgililerin zarara uğramasına neden olabilecek nitelikte gerçeğe aykırı önemli bilgiler verecek veya verdirtecek olurlarsa altı aydan üç yıla kadar hapis veya bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar.” hükmünü ihtiva etmektedir.*

Ayrıca, sermaye piyasasında sunulan bilgiler araç olarak kullanılarak somut olayın özelliklerine göre TCK’nın 157 ilâ 159. maddelerinde düzenlenen dolandırıcılık suçunun basit ya da nitelikli haline giren bir eyleme vücut verilebilir. Keza kamuyu aydınlatma belgelerinin sahte olarak düzenlenmesi TCK m. 207 uyarınca bir özel belgede sahtecilik suçuna ya da özel belgeyi bozmak, yok etmek yahut gizlemek suçunun işlenmesi TCK m. 208’in uygulanmasına sebep olabilir.

TTK’nın konuyla ilgili görülebilecek hükümlerine bakıldığında, “549 uncu maddede belirtilen belgeleri sahte olarak düzenleyenler ile ticari defterlere kasıtlı olarak gerçeğe aykırı kayıt yapanlar bir yıldan üç yıla kadar hapis cezasıyla cezalandırılır.” şeklindeki 562/8. fıkrası karşımıza çıkar<sup>1040</sup>. Yukarıda da açıkladığı üzere, “menkul kıymet çıkarma gibi işlemlerle ilgili belgeler” ve “izahnameler” Kanunun 549. maddesinin kapsamı içerisinde yer almaktadır. Keza, TTK’nın “sermaye hakkında yanlış beyanlar ve ödeme yetersizliğinin bilinmesi”ne ilişkin 550. maddesine aykırılığın cezai müeyyideye bağlandığı TTK m. 562/9, “değer biçilmesinde yolsuzluk” hakkındaki 551. maddesine aykırı hareket edenler için adli para cezasının öngörüldüğü TTK m. 562/10 ve “halktan para toplamak” hakkındaki 552. maddesine aykırı hareket edenler için hapis cezasının öngörüldüğü TTK m. 562/11 kamuyu aydınlatma ilkesiyle bağlantılı suç ve cezalara yer veren diğer düzenlemelerdir.

Nihayet, SerPK’nın yukarıda belirtilen “İdari Para Cezası Gerektiren Fiiller ve Sermaye Piyasası Suçları” başlıklı altıncı kısmının 106 ilâ 116. maddelerinin yer aldığı ikinci bölümünde sermaye piyasası suçlarına ve bu suçların yaptırımları ile yargılamaya ilişkin birtakım kurallara yer verilmiştir. Bu bölümde yer alan suç tiplerinin tamamına yakını kamuyu aydınlatma ilkesi ile ilgilidir. Bu düzenlemeler arasında özellikle, bilgi suistimaline ilişkin SerPK m. 106, piyasa dolandırıcılığına ilişkin SerPK m. 107, onaylı izahname yayımlama yükümlülüğünü yerine getirmeksizin sermaye piyasası araçlarını

---

<sup>1040</sup> Uçar, TTK m. 549’un sermaye piyasası mevzuatında yer alan izahname için uygulanamayacağı görüşünü gerekçe göstererek TTK m. 562/8’in de uygulama alanının olmadığını ifade etmiştir (Uçar, s. 149). TTK m. 549’un yazarın görüşünün gerekçesinde belirttiği gibi halka açık olmayan anonim şirketlerle ya da SerPK m. 12/6 ile ilga edilen TTK m. 346 ile sınırlı düşünülmemesi gerektiğinden hareketle bu görüşe katılmıyoruz. Bu konuda ayrıca bkz. Üçüncü Bölüm-II-1-C-c-“Değerlendirme”.

halka arz edenler ya da onaylı ihraç belgesi olmaksızın sermaye piyasası araçlarını satanların cezai sorumluluğunun düzenlendiği SerPK m. 109/1 ve yasal defterlerde, muhasebe kayıtlarında ve finansal tablo ve raporlarda usulsüzlüğe ilişkin SerPK m. 102 öne çıkmaktadır.

Cezai sorumluluk hukuki sorumluluktan farklı birtakım esas ve ilkelere dayanmaktadır. Görüldüğü üzere, bunların bir kısmı SerPK’da özel olarak düzenlenmiş bir kısmına ise TCK’da yer verilmiştir. Keza, suç ve cezalara ilişkin Anayasal dayanağa sahip ilkeler de mevcuttur. İster SerPK ya da TCK’da düzenlensin ister Anayasa’da yer bulsun, konumuz özelinde suçun unsurlarına ilişkin teoriler çerçevesinde, suçun konusunun ve kusurun belirlenmesi, suç ve cezaların şahsiliği ile kanuna dayanması bu farklı esasların başında gelmektedir. Bu konuların detaylarına girmek bu çalışmanın amacı ve konusuyla bağdaşmamaktadır; bu yüzden sadece söz konusu olabilecek cezai sorumluluğun genel çerçevesinin ortaya konulmasıyla yetinilmiştir.

#### IV- ARABULUCUYA BAŞVURMA ZORUNLULUĞU

Günümüzde birçok hukuk düzeninde uyuşmazlıkların dava dışı alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleriyle çözülmesi eğilimi mevcuttur. Bu yönelime kayıtsız kalmak istemeyen Türk kanun koyucusu da arabuculuk faaliyetini “Hukuk Uyuşmazlıklarında Arabuluculuk Kanunu”<sup>1041</sup> ile düzenlemiştir. Ayrıca “Hukuk Uyuşmazlıklarında Arabuluculuk Kanunu Yönetmeliği”<sup>1042</sup> de yürürlüğe konulmuştur. Arabuluculuk yoluyla Devlet’in yargı yetkisine yönelik mutlak egemenliğine zarar verilmeksizin uyuşmazlıkların daha basit, kolay, hızlı ve usul ekonomisine uygun şekilde çözümlenmesi amaçlanmaktadır<sup>1043</sup>.

Yasal tanımı gereği arabuculuk faaliyeti, “Sistematik teknikler uygulayarak, görüşmek ve müzakerelerde bulunmak amacıyla tarafları bir araya getiren, onların birbirlerini anlamalarını ve bu suretle çözümlerini kendilerinin üretmesini sağlamak için aralarında iletişim sürecinin kurulmasını gerçekleştiren, tarafların çözüm üretmediklerinin ortaya çıkması hâlinde çözüm önerisi de getirebilen, uzmanlık eğitimi almış olan tarafsız ve bağımsız bir üçüncü kişinin katılımıyla ve ihtiyarî olarak yürütülen uyuşmazlık çözüm yöntemini” ifade eder (m. 2/1.b)

<sup>1041</sup> RG. 22.06.2012, S. 28331.

<sup>1042</sup> RG. 02.06.2018, S. 30439.

<sup>1043</sup> Arslan/Yılmaz/Taşpınar Ayvaz/Hanağası, Medenî Usul Hukuku, s. 778.

7155 sayılı “Abonelik Sözleşmesinden Kaynaklanan Para Alacaklarına İlişkin Takibin Başlatılması Usulü Hakkında Kanun”<sup>1044</sup> ile TTK’ya eklenen 5/A maddesine göre ticari davalardan konusu bir miktar paranın ödenmesi olan alacak ve tazminat talepleri hakkında dava açılmadan önce arabulucuya başvurulmuş olması dava şartı olarak öngörülmüştür<sup>1045</sup>. Kanun koyucunun, TTK’nın 5/A maddesinde “*Bu Kanunun 4 üncü maddesinde ve diğer kanunlarda belirtilen ticari davalar*”ı esas aldığı görülmektedir.

TTK’nın 4. maddesinin birinci fıkrasının (e) bendinde “*Borsa, sergi, panayır ve pazarlar ile antrepo ve ticarete özgü diğer yerlere ilişkin özel hükümlerde*” öngörülen hususlardan doğan davalar, tarafların hukuki statüsüne ve işin ticari işletmeyi ilgilendirip ilgilendirmediğine bakılmaksızın mutlak ticari dava olarak sayılmaktadır<sup>1046</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta borsada alım satım işlemlerine konu edilen sermaye piyasası araçlarından doğan hukuki zararın karşılanması söz konusu olduğundan, sorumluluk davasının mutlak ticari dava olarak kabulü uygun olacaktır<sup>1047</sup>.

Sonuç olarak, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan uyuşmazlıkların konusunun davacı konumundaki yatırımcıların zararlarını gidermeye yönelik tazminat talebini oluşturması TTK m. 4/1.e bendi gereği mutlak ticari dava niteliğinde olduğundan TTK m. 5/A gereğince dava açılmadan önce arabulucuya başvurulması dava şartıdır.

## V- SORUMLULUK DÜZENLEMELERİNİN ETKİN ŞEKİLDE UYGULANMASININ ÖNÜNDEKİ BAZI FİİLİ VE HUKUKİ ENGELLER

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde öngörülen kuralların müeyyidesi niteliğinde olan sorumluluk düzenlemelerinin varlığı kadar önemli bir diğer konu bu

<sup>1044</sup> RG. 19.12.2018, S. 30630. Ayrıca belirtelim ki, kanun koyucu, değişik kanunlar üzerinde tek bir kanun ile değişiklik yapılması yöntemini sıklıkla kullanmaktadır. Öğretide “torba kanun” olarak nitelendirilen ve çok da isabetli bir tercih olarak görülmeyen bu tür kanunların isminde içerdiği konulardan herhangi birine yer verilmesi uygulamasından vazgeçilmelidir. Zira bu tür durumlarda 7155 sayılı Kanun’da olduğu gibi bir uyumsuzluk söz konusu olmaktadır.

<sup>1045</sup> Ticari davalarda dava şartı olarak arabuluculuk hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Hasırcı, H./Tekin, U.:** Evaluation of the Turkish Commercial Code Art. 5/A Related To Mediation As A Procedural Requirement in Commercial Actions, Law&Justice Review December 2019, Year:10, Issue:19, s. 119-141; **Bozer, A./Göle, C.:** Ticari İşletme Hukuku, 6. Bası, Ankara 2020, s. 177-179.

<sup>1046</sup> **Gözüyeşil, s. 317.** 6362 sayılı SerPK’dan bu Kanunla ilgili diğer düzenlemelerden doğan davaların mutlak ticari dava sayılması gerektiği hakkında bkz. **Kalkan, O.:** Sermaye Piyasası Uyuşmazlıklarında Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yöntemleri, Ankara 2019, s. 116.

<sup>1047</sup> İzahnameden doğan hukuki sorumluluk davasının ticari dava niteliğinde olduğu hakkında bkz. **Gözüyeşil, s. 337.**

düzenlemelerin etkin şekilde uygulama bulmasıdır. Zira kamuyu aydınlatmanın işlevlerinin etkilerini gösterebilmesi yalnızca bu şekilde mümkündür.

Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğa ilişkin düzenlemelerin hukuk sistemlerinde yerini alması sonrası süreçte bu düzenlemelerin uygulanmasının önüne geçen birtakım zorlukların söz konusu olduğu gözlemlenmiştir.

Her şeyden önce sermaye piyasasında hak arama özgürlüğünün gelişmesi piyasanın gelişmişlik düzeyi ile sıkı sıkıya ilişkilidir. Piyasanın düzeyinin tespiti ise tarihsel geçmişi, piyasa aktörlerinin ve işlem gören araçların nitelikleri ile ülkenin genel ekonomik durumu da dahil olmak üzere birçok faktöre bağlıdır. Türk sermaye piyasasının yukarıda ana hatlarıyla değinilen<sup>1048</sup> tarihsel gelişimi bakımından taşların yerine oturmakta olduğu fakat hâlâ gelişimini tamamlayamamış bir piyasa olması bu alanda sorumluluk hukukunun egemen kılınmasını da güçleştirmiştir.

Yatırımcıların şirket karşısında birçok bakımdan ve özellikle de bilgiye ulaşma açısından zayıf konumda olması, yanlış, yanıltıcı veya eksiklik nedenlerine dayalı hukuka aykırılıkların ortaya konulmasını da zorlaştırmaktadır. Piyasada kurumsal yatırımcıların etkinlik kazanması ve büyük fonlar aracılığıyla ihraççılar üzerinde piyasadaki aldatmacalara karşı caydırıcı etki yaratabilecek baskı gücü oluşturacak bir sorumluluk tehdidinin oluşturulması gerekmektedir.

Hemen belirtelim ki, küçük yatırımcının sorumluluk doğurucu bir hâlin varlığını tespitinin dahi oldukça zordur. Bu sebeple kamuyu aydınlatma belgelerinin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olması dolayısıyla tazmin mekanizmasının devreye sokulması kültürünün oluşmasını küçük yatırımcılardan beklemek güçtür. Piyasadaki kurumsal yatırımcıların artması ile özellikle yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarından oluşan kolektif yatırım kuruluşları vasıtasıyla sermaye birikiminin sağlanması bu aktörlerin öncülüğünde kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk hükümlerinin işletilmesine katkı sağlayabilir.

Tespit edilen hukuka aykırılığın dava yoluyla ileri sürülmesini ve bu davaların kazanılmasını güçleştiren hususların başında ise uyuşmazlığın niteliğinin beraberinde getirdiği fiili ve hukuki durumlar gelmektedir. Bu bakımdan sermaye piyasasında sorumluluk doğurucu nitelikte bilgi verilmesinden kaynaklanan zararların giderilmesine yönelik olarak açılmış olan davaların genellikle olumsuz sonuçlanmasının en önemli sebeplerinden biri olarak davacıların bilgi verme zorunluluğuna ilişkin ihlaller ile zarar

---

<sup>1048</sup> Birinci Bölüm-V-1-“Tarihsel Gelişim”.

arasındaki bağlantının ispatlanmasında başarısız olmaları gösterilmiştir<sup>1049</sup>. Sermaye piyasasının dinamik yapısı dolayısıyla her an yeni gelişmelere açık olması ve piyasadaki araç fiyatlarını etkileyen birçok faktörün varlığı hem uğranılan zararı hem de uğranılan zararın hukuka aykırı nitelikte görülen kamuyu aydınlatmadan kaynaklandığını ispat etmeyi önemli ölçüde zorlaştıracı nitelik arz etmektedir. Zararın ve illiyet bağının ispatındaki güçlük bu alandaki en temel problemleri oluşturmaktadır<sup>1050</sup>. Bu durum, sermaye piyasasının özellikleri ve sermaye piyasası hukukunun amacı göz önünde bulundurularak bu konuda teoriler geliştirilmesini sağlamış ve kanun koyucular ile uygulayıcıları bu konuda farklı bir algının zorunlu olduğu düşüncesine götürmüştür<sup>1051</sup>. Söz konusu yaklaşım sorumluluk hükümlerini tamamıyla etkisiz hale gelmekten kurtarmaktadır.

Bir diğer dezavantajlı durum ise sermaye piyasasında dağınık bir zararın (*scattered damage, Streuschaden*), bir başka deyişle küçük zararlara uğramış çok sayıda yatırımcının mevcut olmasıdır<sup>1052</sup>. Bu tür durumlarda her bir yatırımcının kişisel gayretinin maliyeti çok yüksek olmakta ve dava açmak rasyonel olmayan bir tercih haline gelmektedir<sup>1053</sup>. Bu sorunun çözümü ABD’de sınıf davasının (*class action*); Almanya’da ise model yargılama usulünün (*Musterverfahren*) benimsenmesinde bulunmuştur. Bu konudaki tecrübenin getirdiği çözüm yolunun yahut benzer bir alternatifi Türk hukukuna da aktarılması gerekmektedir<sup>1054</sup>.

Bütün bunlara rağmen kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun şartlarının kendine has özellikleri nedeniyle bu alanda giderilemeyen birtakım zararların olması her zaman muhtemeldir. Bu tür durumlar genel piyasa riski (*allgemeines Marktrisiko, genereal market risk*) olarak nitelendirilmektedir<sup>1055</sup>.

Sorumluluğa ilişkin hükümlerin uygulanamaması bir dönem bu düzenlemelerin “ölü hüküm” (*totes Recht*)<sup>1056</sup> olduğu benzetmesinin yapılmasına dahi sebep olmuştur<sup>1057</sup>.

---

<sup>1049</sup> **Wichmann**, s. 1; **Richter**, s. 7.

<sup>1050</sup> **Wagner**, Schadensberechnung, s. 505; **Wichmann**, s. 2; **Richter**, s. 7.

<sup>1051</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-D-“Zararı İspat Yükü” ve Dördüncü Bölüm-I-5-B-“İlliyet Bağının Kurulması”.

<sup>1052</sup> **Kalss**, s. 80.

<sup>1053</sup> **Kalss**, s. 80.

<sup>1054</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-II-4-“Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk Bağlamında Ortaya Çıkan Kolektif Menfaat İhlallerinin Giderim Yöntemleri”.

<sup>1055</sup> **Richter**, s. 7.

<sup>1056</sup> **Wagner**, Schadensberechnung, s. 501.

<sup>1057</sup> **Kabaalioglu, H. A.:** Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Bir Karar: İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu, Batider 1980, C. 10, S. 3, s. 773.

*Tanör* de çalışmasının yayımlandığı dönemde ideal bir piyasanın oluşmasında ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarında sorumluluk esaslarının kalitesine hak ettiği önemin verilmediği yönünde haklı ve öngörülü bir eleştiride bulunmuştur<sup>1058</sup>. Hemen belirtelim ki, bu tespitin yapıldığı zamandan bugüne bu konudaki algıda önce uluslararası boyutta ve nihayet son dönemde Türkiye’de de değişimler yaşanmıştır. Kanun koyucuların düzenleme yaparken yukarıda açıklanan özel durumların beraberinde getirdiği zorlukları belirli ölçüde göz önüne aldığı görülmektedir. 6362 sayılı SerPK’nın içerdiği yeni düzenlemelerle Türk hukukunun da bu açıdan gelişme göstereceği umulmaktadır. Ancak Kanunun gözden geçirilerek belirli yeni düzenlemelerin yürürlüğe konulmasıyla bu konudaki hak arama özgürlüğünün gelişmesinin önündeki fiili ve hukuki engellerin tamamıyla aşılması mümkündür.

Aşağıda sorumluluk davasının *olan* ve *olması gereken* hukuk açısından bütün yönleriyle ele alınmasıyla bu konudaki gelişimin sürdürülebilmesi yönünde Türk kanun koyucusu ile hukuk uygulayıcılarının tercihlerine pozitif etki sağlanması hedeflenmektedir.

---

<sup>1058</sup> **Tanör**, C. 1, s. 23.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN DOĞAN

### HUKUKİ SORUMLULUK DAVASI

#### I- HUKUKİ SORUMLULUĞUN ŞARTLARI

Geniş anlamda sorumluluk hukukunun bir zararın tazmin edilmesi gerekliliğini öngördüğü şartlar; fiil, hukuka aykırılık, kusur, zarar ve illiyet bağının mevcudiyetidir. Sorumluluğun doğması için kural olarak kümülatif şekilde bulunması gereken bu şartlar gerek haksız fiil sorumluluğunda gerekse sözleşmesel sorumlulukta geçerlidir<sup>1059</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk açısından da sorumluluk davasının söz konusu çekirdek şartların varlığı aranır.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu düzenleyen özel kurallar açısından da bu şartlar geçerlidir. Ayrıca, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta, yukarıda açıklanan çerçevede<sup>1060</sup>, belgenin türüne ve ilişkinin taraflarına göre sözleşmeden doğan sorumluluk, *culpa in contrahendo* ve nihayet haksız fiile ilişkin kural ve ilkelerin de kıyasen uygulama alanına sahip olduğu, kaynağını kanundan alan bir sorumluluğun söz konusu olduğu unutulmamalıdır. Sorumluluğun şartlarının mevcut olduğu durumlarda dava açma yetkisine sahip kişilerin, kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu tutulan kişilere yetkili ve görevli mahkemede süresi içerisinde açılan dava sonucunda zararlarını tazmin ettirebilmeleri mümkün olur.

Önemle belirtelim ki, bu konular, genel olarak sorumluluk hukukunda her biri kendi içindeki ayırım ve sınıflandırmalarıyla Türk hukukunda ve sorumluluk hukukumuzun mehzaz hukuk düzeni olan İsviçre hukukunda oldukça tartışmalı noktaları içinde barındırmaktadır. Anılan hususların çözüme kavuşturulması bu çalışmanın amacı dışında kalmaktadır. Bu çalışmayla, sorumluluğun genel şartlarının, sermaye piyasasının özellikleri göz önünde bulundurularak, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk özelindeki somut görünümüne ilişkin bir fotoğraf ortaya koyabilmek amaçlanmıştır.

---

<sup>1059</sup> Baysal, s. 50.

<sup>1060</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-III-“Sorumluluğun Hukuki Temelleri”.

## 1- Fiil

Kamuyu aydınlatma belgeleri dolayısıyla açılacak sorumluluk davası için öncelikle hangi işlem ve fiillerin söz konusu olması gerektiğinin belirlenmesi gerekir. Hemen belirtelim ki, hukuki sorumluluğun doğmasının bir şartı olarak aranan fiil; “eylem” ve “işlem”leri bir arada kapsayacak şekilde geniş anlamda düşünülmelidir. Zira kamuyu aydınlatma belgesi ile ilgili söz konusu olan husus ilgili kişilerin gerçekleştirdikleri yahut gerçekleştirmedikleri bir davranışa dayanabileceği gibi bir hukuki muameleden de kaynaklanabilir.

Sorumluluk doğuran fiilin varlığından bahsedebilmek için her şeyden önce çalışmanın birinci bölümünde açıklanan kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde pozitif hukukumuzda düzenlenmesi öngörülen ve çalışmanın ikinci bölümünde türleri ayrı ayrı incelenen bir kamuyu aydınlatma belgesinin söz konusu olması gerekir. Kamuyu aydınlatma belgesinin sorumluluğa yol açması, temelde ikili bir ayırım çerçevesinde ele alınabilir.

Bunlardan ilki kamuyu aydınlatma belgesinin yetkili organ ya da kişiler tarafından hazırlanması ve mevzuatta belirlenen kamuyu aydınlatma kanalları ile kamuyla paylaşılmasıdır. Bu noktada, sorumluluk doğurucu nitelikte bir kamuyu aydınlatma belgesinin yalnızca hazırlanmasının sorumluluğun doğması için yeterli olmadığını vurgulamakta yarar vardır. Belgenin ilgili hukuki düzenlemelere uygun olarak yayımlanması bir başka deyişle kamuya arz olunması da zorunludur. Şu hâlde, kamuyu aydınlatma belgesinin düzenlenip bilginin kamuyla paylaşılması, sorumluluk hukukundaki zarar verici olayı oluşturmaktadır. Bu fiil içerdiği hukuka aykırılık çerçevesinde zararlı bir sonuç doğurarak sorumluluğa yol açmaktadır.

İkinci olarak kamuyu aydınlatma belgelerinin yayımlanması zorunluluğu söz konusu olmasına rağmen bu zorunluluğun yerine getirilmemesi şeklindeki ihmali bir hareket de sorumluluğa yol açar. Bu durum kamuyu aydınlatma belgesinin hiç hazırlanmaması şeklinde olabileceği gibi düzenlenip yayımı zorunlu olan bir belgenin hazırlanmasına rağmen ilgili düzenlemelerle belirlenen esaslar çerçevesinde kamuyla paylaşılmaması şeklinde de gerçekleşebilir.

Kamuyu aydınlatma ile ilgili ihmali hareket, kamuyu aydınlatma belgesinin türüne göre farklılık arz eder. Şirketin sermaye piyasası araçlarını halka arz etmesine rağmen izahname düzenlenmemesi ve/veya yayımlanmaması, düzenlenmesi gereken periyodik finansal raporların düzenlenmemesi ve/veya yayımlanmaması yahut özel durum açıklaması yapılmasını gerektirir bir hâlin mevcut olmasına rağmen bu açıklamanın zamanında yapılmaması bu durumlara örnek olarak gösterilebilir. Bütün bu



hâller, ihmalden kaynaklanabileceği gibi kasten de gerçekleştirilebilir. Bu yüzden, yapmama şeklindeki bir eylemin ifade ettiği ihmal (*Unterlassung*) ile kusurun bir türü olan ihmal (*Fahrlässigkeit*) eş anlamlı değildir ve bununla karıştırılmamalıdır<sup>1061</sup>.

Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumlulukta fiil unsurunu sorumluluk hukukunun genel bir ayrımı çerçevesinde *olumlu davranış-olumsuz davranış* sınıflandırması açısından değerlendirmek konunun daha iyi anlaşılmasına katkı sağlayacaktır. Olumlu davranış, dış dünyada farkedilen bir eylemi gerçekleştirme bir başka deyişle bir şey “yapma” niteliğinde olmakta; olumsuz davranış ise yapılması gereken bir hareketin “yapılmaması” bir başka deyişle hukuk normunun yapılmasını öngördüğü bir davranışta bulunulmaması şeklinde karşımıza çıkar<sup>1062</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluk doğurucu fiil kural olarak olumlu davranış niteliğinde bir eylem olmakla birlikte bilgi verilmesi gereken bir durumda bu gerekliliğin yerine getirilmemesi<sup>1063</sup> hâlinde de olumsuz davranış niteliğinde bir eylem söz konusu olacaktır. Nitekim, açıklama yükümlülüğü doğmasına rağmen açıklamanın yapılmamasından bir başka deyişle bilgi verme yükümlülüğü doğmasına rağmen bilgi verilmemesinden kaynaklı bir zararın doğduğu durumlarda olumsuz davranışa dayalı bir fiilden kaynaklanan zararın giderilmesi talebi doğabileceği ifade edilmektedir<sup>1064</sup>.

Hemen belirtelim ki, kamuyu aydınlatma belgesinin içeriği temelde ikinci bölümde açıklanan çerçevede olmakla birlikte bunların kamuya sunulan vakıalarla sınırlı olmayıp şirketin kamuyu aydınlatma belgelerinde ortaya koyduğu öngörüler ve değer yargılarını da kapsar şekilde sorumluluğa yol açtığı kabul edilmektedir<sup>1065</sup>.

Kamuyu aydınlatma zorunluluğunun söz konusu olmamasına rağmen yapılan gönüllü kamuyu aydınlatmada sorumluluk doğurucu fiil unsurunun mevcut olup olmadığına da bir parantez açmakta yarar vardır. Gönüllü kamuyu aydınlatmadan hukuki sorumluluk hakkında hukukumuzda açık bir düzenleme mevcut bulunmamaktadır. Buna karşın, yukarıda da açıklandığı üzere<sup>1066</sup>, gönüllü kamuyu aydınlatmada verilecek bilgilerin de zorunlu kamuyu aydınlatmadaki bilginin niteliklerini taşıması gerekir. Zira gönüllü kamuyu aydınlatmada kamuyu aydınlatmanın bir zorunluluk arz etmediği

---

<sup>1061</sup> Oğuzman/Öz, s. 13.

<sup>1062</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Oğuzman/Öz, s. 13; Kılıçoğlu, A. M.: Borçlar Hukuku (Genel Hükümler) 23. Bası, Ankara 2019, s. 366-367; Baysal, s. 86-89.

<sup>1063</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-d-bb-“Belgenin Hiç Hazırlanmaması ve/veya Kamuya Sunulmaması” ve Dördüncü Bölüm-I-2-B-e-aa-“Zamanlama Sorunu”.

<sup>1064</sup> Kılıçoğlu, s. 367.

<sup>1065</sup> Grunewald/Schlitt, s. 237.

<sup>1066</sup> Bkz. Birinci Bölüm-VII-3-“Zorunlu-İhtiyari Kamuyu Aydınlatma”.

gerekçesiyle ilgili kişilerin tamamen diledikleri gibi hareket edebilmeleri mümkün değildir. Bu bağlamda, gönüllü kamuyu aydınlatmanın yapılışında, zorunlu kamuyu aydınlatma kuralları niteliğine uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulama alanı bulmalıdır. Dolayısıyla bu durum gönüllü kamuyu aydınlatmadan doğacak hukuki sorumlulukta da dikkate alınmalıdır. Nitekim, ilgili düzenlemelere göre izahname hazırlanması zorunluluğundan istisnaların veya muafiyetlerin kapsamında olunmasına rağmen gönüllü olarak bu belgenin hazırlandığı hâllerde yine bu konuda sevk edilen özel sorumluluk hükümlerine tabi olduğundan şüphe duyulmaması gerektiği ifade edilmiştir<sup>1067</sup>.

İzahnameden doğan sorumlulukta olduğu gibi izahname üzerinde SerPK m. 8 çerçevesinde sonradan yapılması gereken ekleme ve değişikliklerin de<sup>1068</sup> sorumluluğa yol açıp açmayacağı belirlenmelidir. İzahname üzerinde kanun koyucunun öngördüğü şekilde ekleme ve/veya değişiklik yapılması hâlinde bu belgenin değişiklikle aldığı son durum yine izahnamenin bizatihi kendisi haline geleceğinden sorumluluğun doğması kaçınılmazdır<sup>1069</sup>. Keza, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek değişiklik yapılması ihtiyacı doğmasına rağmen gerekli ekleme ve/veya değişikliklerin yapılmaması hâlinde de yapmama şeklindeki ihmali hareket dolayısıyla sorumluluk doğacaktır.

Finansal raporlar açısından baktığımızda ise önem taşıyan husus ikinci bölümde ayrıntılı olarak incelenen bu tür belgelerin hangi belgelerden oluştuğu noktasındadır. Yukarıda da değinildiği gibi finansal raporlama esasen muhasebenin yerine getirdiği bir işlevi ifade etmekte<sup>1070</sup> ve bu bağlamda finansal muhasebenin konusuna girmektedir. Muhasebe öğretisinde finansal tablo olarak bilanço, gelir tablosu, satışların maliyet tablosu, fon akım tablosu, nakit akış tablosu, öz kaynaklar değişim tablosu, kâr dağıtım tablosu sayılmakta; finansal tablo dipnotları ile açıklayıcı notlar, raporlar ve ek tablolar da anılan tabloların ayrılmaz bir parçası sayılmaktadır<sup>1071</sup>. O hâlde bunlar da bütünüyle kamuyu aydınlatma belgelerine dahil olmaktadır<sup>1072</sup>. Bu bağlamda, söz konusu belgeler ve bu belgelerde yer alan bilgiler de kamuyu aydınlatmadan doğan özel sorumluluğun kapsamındadır.

Özel durum açıklamaları açısından vurgulanmasında yarar olan husus ise içsel ya da sürekli bilgi niteliğinde bir bilginin aşağıda açıklanacağı üzere hukuka aykırılık

---

<sup>1067</sup> Assmann, WpPG, s. 601; Fleischer, Kapitalmarktkommunikation, s. 424, 425; Groß, s. 432.

<sup>1068</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-8-“İzahname Üzerinde Değişiklikler”.

<sup>1069</sup> Assmann, WpPG, s. 619, 636.

<sup>1070</sup> Akdoğan/Tenker, s. 3.

<sup>1071</sup> Akdoğan/Tenker, s. 3.

<sup>1072</sup> Bkz. İkinci Bölüm-IV-3-“Finansal Rapor Türleri”.

unsurunu taşıy şekilde kamuyla paylaşılmasında olduğu gibi bilginin hiç paylaşılması durumlarında sorumluluğun doğacağıdır. Bilginin hiç paylaşılması, özel durum açıklaması yapılmasını gerektirir bir hâlin mevcudiyetine rağmen bu açıklamanın yapılmaması şeklinde gerçekleşir<sup>1073</sup>.

Sonuç olarak, kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin yapma ya da yapmama niteliğindeki fiil unsurunun genel çerçevesi bu şekilde olmakla birlikte, bu sınırlar dahilindeki hangi işlem veya eylemlerin hukuka aykırı kabul edildiklerinin belirlenmesi gerekmektedir.

## 2- Hukuka Aykırılık

### A- Genel Olarak

Kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun doğabilmesi için yukarıda açıklanan fiilin hukuka aykırılık (*Rechtswidrigkeit*) unsurunu içermesi gerekmektedir. Hukuka aykırılık ise en yalın ifadeyle hukuk düzeninin belirli şekilde davranmaya yönelik yüklediği ödevlerin ihlâli olarak ifade edilebilir<sup>1074</sup>. Hukuka aykırılık, fiile ilişkin bir nitelendirme olarak karşımıza çıkmakta ve hukuka aykırılığın mevcudiyeti sorumluluğun bir diğer unsurunu oluşturmaktadır. Bu bağlamda, hukuk düzeni tarafından emredici şekilde reddedilen bir işlem ya da eylem söz konusu olmaktadır<sup>1075</sup>.

Hukuk düzeninin belirli şekilde davranma ödevi yüklemesi ve hukuka aykırı davranışları önlemeye çalışması, kişilerin işlem ve eylemleriyle birbirlerine zarar vermesinin yasak oluşu temeline dayanmaktadır. Bu şekilde zararlı sonucun önlenmesi amaçlanmakta ve ekonomik menfaatlerin ihlâli yaptırıma tabi tutulmaktadır. Kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin ihlâller de esas itibarıyla kamuyu aydınlatma ilkesi bağlamında hukuk düzeninin emrettiği esaslara objektif olarak aykırı hareket edilen durumlardan oluşmaktadır. Hemen belirtelim ki, hukuka aykırılık unsurunun mevcut olup olmadığı belirlenirken göz önüne alınacak yegâne kaynak kanunlar değildir. SPK'nın düzenleyici işlemleri olarak yönetmelikler, tebliğler, ilke kararları ve hatta belirli

---

<sup>1073</sup> Özel durum açıklaması yapılması gereken hâllerin belirlenmesi konusunda bkz. İkinci Bölüm-V-3-“Özel Durum Açıklamalarına Konu Bilgiler”.

<sup>1074</sup> “Hukuka aykırılık” kavramı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Hatemi, H.:** Hukuka ve Ahlâka Aykırılık Kavramı ve Sonuçları (özellikle B.K. 65 kuralı), İstanbul 1975; **Kılıçoğlu,** s. 368-371.

<sup>1075</sup> Hukuka aykırılığın her zaman emredici bir kuralın ihlâli hâlinde gündeme geleceği hakkında bkz. **Kılıçoğlu,** s. 368.

konulardaki kılavuzlar ve belge formatları dahi hukuka aykırılık değerlendirmesi açısından dikkate alınmalıdır.

Hukuka aykırılığın varlığı ya da yokluğu belirlenirken, mutlak hukuksal değerlerin (*absolute Rechtsgüter*) veya koruma normlarının (*Schutznorm*) ihlâl edilmediği dikkate alınır<sup>1076</sup>. Kamuyu aydınlatma belgeleri vasıtasıyla zarara yol açılması mutlak hukuksal değerlerin (mutlak hakların)<sup>1077</sup> ihlâli anlamına gelmez.

Koruma normlarının ihlâlinin söz konusu olup olmadığı açısından bakıldığında, Türk sorumluluk hukukunda da kabul gören yaklaşım olan *normun koruma amacı kuramı* çerçevesinde menfaat ihlâlinin söz konusu olabilmesi için menfaati koruyan özel bir koruma normunun varlığı aranmaktadır<sup>1078</sup>. Bu çerçevede, zarar gören kişinin yahut değer bu özel koruma normu kapsamında olması gerekli olmaktadır<sup>1079</sup>. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde kabul edilen düzenlemeler ile oluşturulan normatif düzen, üçüncü kişilerin malvarlıklarını korumaya yönelmiştir. Hukuk düzeni bu korumayı, bir taraftan birtakım eylem ve işlemlerin gerçekleştirilmesi diğer taraftan da bazı eylem ya da işlemlerin yasaklanması şeklinde öngörmüştür. Öte yandan, bu kuram, zarar görenin ilgili normlar çerçevesinde korunmak istenen kişi olup olmadığını da dikkate almaktadır<sup>1080</sup>. Bu açıdan kamuyu aydınlatma belgelerinin muhatapları çok geniş olsa da<sup>1081</sup>, aşağıda da ayrıntılı olarak inceleneceği üzere<sup>1082</sup> sorumluluk davasını açma hakkına sahip olanların mevcut yatırımcılar olması normun koruma amacı kuramına da uygun düşmektedir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta hukuka aykırılık unsurunun neyi ifade ettiğini belirlemek adına SerPK'nın 10. ve 32. maddelerinde “*yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler*”in sorumluluğa yol açacağı düzenlenmiştir<sup>1083</sup>. Bir belgenin yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilgi içermesi söz konusu belgelerden sorumluluğa yol açan üst kavramlar olup ayrı ayrı ele alınarak taşıdıkları anlamlar kendi içinde yapılan

---

<sup>1076</sup> Kılıçoğlu, s. 368.

<sup>1077</sup> Mutlak haklar kişilik hakları, aynı haklar ve maddi nitelikte olmayan malvarlığı hakları olarak üçlü bir ayrımla ifade edilmektedir (Kılıçoğlu, s. 369).

<sup>1078</sup> Oğuzman/Öz, s. 14; Kılıçoğlu, s. 368, 369; Baysal, s. 103.

<sup>1079</sup> Oğuzman/Öz, s. 14; Kılıçoğlu, s. 368, 369; Baysal, s. 103.

<sup>1080</sup> Oğuzman/Öz, s. 15; Baysal, s. 104.

<sup>1081</sup> Bkz. Birinci Bölüm-VIII-“Kamuyu Aydınlatmanın Muhatapları”.

<sup>1082</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-II-“Dava Açabilecek Kişiler”.

<sup>1083</sup> Öğretide bu hâllerin hukuki sorumluluğun “fiil” unsurunu karşıladığı savunulmuş olsa da (Ünal, HAAO, s. 135), kanaatimizce bu hususlar fiilden bağımsız bir unsur olarak hukuka aykırılık unsurunu karşılamaktadır.

ayrılar ile netleştirilmelidir. Bu yaklaşım, sorumluluk doğuran hâllerin sınırlarının çizilmesini de sağlayacaktır.

Öte yandan, kanun koyucu tarafından açıklıkla öngörülme de, ilgili düzenlemeler bütününe incelenmesi sonucunda varılan tamamlayıcı sonuçlar da bu çerçevede içinde önem taşımaktadır. Bu bağlamda, bir belgenin içerdiği bilgilerin zarar doğurmaya elverişli olup olmadığı belirlenirken; bilginin önemli nitelikte bilgi olmasının gerekip gerekmediği, esas alınması gereken yatırımcı düzeyi ve belgenin hukuka aykırılık taşıyıp taşımadığının değerlendirilme zamanı da önem taşımaktadır. Ayrıca, sorumluluğun doğması için açıklamaların bütününe dikkate alınması gerekliliği ve nihayet izahname özetinden doğan sorumluluğa ilişkin özel hükümler de bu başlık altında açıklığa kavuşturulacaktır.

## **B- Sorumluluğa Yol Açan Hâller**

Kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğa yol açan hâllerin ana kategorileri yukarıda da belirtildiği gibi kanun koyucu tarafından açıkça öngörülmüştür. Bu noktada belirtelim ki, 2499 sayılı mülga SerPK döneminde kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan özel hukuk sorumluluğuna ilişkin tek düzenleme olan izahname ve sirkülerden doğan sorumluluk hükmünde (m. 7/2) yalnızca “*Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumludur. Ancak, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilir*” düzenlemesi yer almaktaydı<sup>1084</sup>. Görüleceği üzere, bu düzenlemede sorumluluğu ortaya çıkaran sebep olarak esas alınan kıstas bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmaması olmakla birlikte, bu ifadede bilgilerin yanlış, yanıltıcı yahut eksik olmasını anlamak gerektiği öğretide vurgulanmaktaydı<sup>1085</sup>. Yine de, 6362 sayılı SerPK ile birlikte izahnameden ve diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta bu kriterlere açıkça ayrı ayrı yer verilmesi yerinde ve ilgili diğer ülke düzenlemelerine uyumlu olmuştur.

ABD hukukunda gerek izahnameyi de içeren kayıt beyannamesinden sorumluluğa ilişkin düzenlemede (SEC sec. 11) gerekse izahname ve ihraçla ilgili diğer iletişim vasıtalarından sorumluluğun çerçevesini çizen hükümde (SEC sec. 12) önemli nitelikteki

<sup>1084</sup> 2499 sayılı mülga SerPK m. 16/4. fıkrası uyarınca bağımsız denetleme kuruluşları da denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan hukuken sorumlu tutulmuşlardır. Ayrıca bkz. “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği” m. 23/2 ve “Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliği” m. 7/1, m. 29.

<sup>1085</sup> **Yanlı**, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 151; **Ayoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 641.

durumlara ilişkin eksik, yanlış ve yanıltıcı bilgilerin sorumluluk doğuracağı hükme bağlanmıştır.

Alman hukukunda WpPG § 9'da borsada işlem görecekt araçlara ilişkin olarak düzenlenen izahnamenin içerdiği önemli bilgilerdeki yanlışlıklar ve eksikliklerden (*unrichtig oder unvollständig*) doğan sorumluluk düzenlenmiştir; bunun dışında kalan izahnamelere bir başka deyişle halka arz izahnamesine yönelik olan WpPG § 10 ile de yine yanlışlık ve eksiklik esas alınmıştır. Bunlarla birlikte, Alman hukukunda aldatıcı nitelikte olabilecek belirsiz, müphem ya da iki anlama gelebilecek türden açıklamaların da yanlışlık (*unrichtigkeit*) kategorisine dahil kabul edilmesi gerektiği ifade edilmektedir<sup>1086</sup>. Dolayısıyla WpPG § 8 ile § 16 arasında yanıltıcılık sorumluluğına yol açan bir hal olarak açıkça düzenlenmemiş olsa da yanlışlık kapsamında değerlendirilmektedir. Özel durum açıklamalarından doğan sorumlulukla ilgili düzenlemeler olan WpHG § 97 ve § 98'de ise yapılması ihmal edilen açıklamalar ile gerçek dışı açıklamalar hukuka aykırı kabul edilmiştir.

İsviçre Borçlar Kanununun izahnameden doğan sorumluluğına ilişkin 752. maddesinde de yanlış, yanıltıcı ya da yasal gerekliliklere uymayan<sup>1087</sup> izahnameden doğan sorumluluk düzenlenmiştir. Bu hükmün yerini alan FIDLEG'in 69. maddesinde ise izahname, temel bilgi dokümanı yahut benzeri bildirilerin; yanlış, yanıltıcı yahut kanun gereğı gereken bilgileri taşımasından doğan hukuki sorumluluk hükme bağlanmıştır.

Dolayısıyla SerPK m. 10 ve 32'nin de bu anlamda ABD ile Alman hukukuyla da uyumlu ve TTK m. 549'un mehzazını oluşturan düzenlemeye (OR m. 752) paralel şekilde kaleme alındığı görölmektedir.

Bu başlık altında kamuyu aydınlatma belgesi olarak belirtilen belgelerde sorumluluk doğuran hâllerin ortak esasları ve belgeye göre özellik arz eden hâller ele alınacaktır. Kavramları somutlaştırabilmek adına bu durumların belirli somut görünümleri alt başlıklarla ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Kamuyu aydınlatma belgelerinde sorumluluğına yol açan hâllerin sınıflandırılarak incelenmesi bu durumların mümkün olabildiğince somut şekilde tespiti adına yararlıdır. Ancak, bu kavramların özlerinden de anlaşılacağı üzere, sınırlarını kesin şekilde çizebilmenin ve bütün somut durumları ortaya koyabilmenin olanaklı olmadığı gibi doğru da olmadığını hatırlatmak gerekmektedir.

---

<sup>1086</sup> Grunewald/Schlitt, s. 237.

<sup>1087</sup> Belgenin yasal gerekliliklere uymamasından eksik bilgi içermesinin kastedildiğı hakkında bkz. Watter, s. 1620.

## a- Bilginin “Önemli” Nitelikte Olması Ön Koşulu

### aa- Ön Koşulun Hukuki Dayanağı

Sorumluluk doğuran hâllerin ayrı ayrı incelenmesine geçmeden önce belirtelim ki, konuyla ilgili Türk hukukunu etkileyen hukuk düzenlerinde kamuyu aydınlatmaya yönelik her türlü bilgi hukuki sorumluluğa yol açmamaktadır. Bilginin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olması dolayısıyla sorumluluk doğurabilmesi için her şeyden önce “önemlilik” (*die wesentlichkeit, materiality*) niteliğine sahip olması aranmaktadır<sup>1088</sup>.

Sorumluluk doğurucu bilginin önemli nitelikte olması gerekliliği, ABD hukukunda SEC sec. 11 ve sec. 12<sup>1089</sup> ve Alman hukukunda WpPG § 9 ve § 10 hükümlerinde açıkça aranmıştır. İsviçre Borçlar Kanunu’nun izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin mülga 752. maddesinde ise bilginin önemli nitelikte olmasına ilişkin bir hüküm yer almamakla birlikte, sorumluluk doğması için bu niteliğin gerekli olduğu bu ülke öğretisinde dile getirilmekteydi<sup>1090</sup>. Bu maddenin yerini alan FIDLEG m. 69’un birinci fıkrasında öngörülen genel kuralda bilginin önemlilik özelliğine açıkça yer verilmemiştir. Buna karşın, anılan düzenlemenin üçüncü fıkrasında geleceğe ilişkin “önemli nitelikteki” perspektiflerin yanlış ya da yanıltıcı olmasından bahsedilerek bu kavrama yer verilmiştir.

Bilginin hukuki sorumluluğa yol açması için önemli nitelikte olması SerPK’da şart koşulmamıştır. Öte yandan, hukuki sorumlulukla bağlantı kurularak olmasa da, değişik alt düzenlemelerde bilginin önemliliğini çağrıştıran ya da açıkça ifade eden hukuki düzenlemeler mevcuttur. Bunlardan özel durum açıklamalarıyla ilgili olarak SerPK m. 15/1. fıkrasında “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki*” bilgi, olay ve gelişmelerin açıklanması şeklinde yer verilen prensip, bilginin önemlilik niteliğini çağrıştırmaktadır. Bunun yanı sıra SerPK m. 8’de izahnameyle ilgili olarak “*yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek*” değişiklik veya yeni hususların SPK’ya bildirimi, onaylanması ve yayımının emredilmesinde de benzer bir anlayış söz konusudur. Keza SPK’nın Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği’nin değişik maddelerinde

<sup>1088</sup> Assmann, WpPG, s. 620-622; Grunewald/Schlitt, s. 236; Groß, s. 445, 467-468; Fox, Mandatory Disclosure, s. 241; Kulms, s. 1111; Richter, s. 51, 52.

<sup>1089</sup> Ayrıca bkz. Fox, Mandatory Disclosure, s. 241.

<sup>1090</sup> Erb, A.: Der Prospekt und die Prospekthaftung bei Anleihen-Emissionen am Schweizerischen Kapitalmarkt, Basel 1986, s. 128; Camenzind, C. A.: Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleihenobligationen und Notes, Zürich 1989, s. 96; Lenoir, F. H.: Prospekthaftung im Zusammenhang mit Going Publics, Zürich 2004, s. 92, 93.

önemli nitelikte bilgi teriminin kullanıldığı görülmektedir<sup>1091</sup>. Son olarak, Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber’de ise bu düzenlemede yer alan içsel bilginin tanımında içsel bilgilerin “*Rasyonel bir yatırımcının yatırım kararını alırken önemli kabul edebileceği*” niteliğine sahip olması gerektiği belirtilmiştir.

Sonuç olarak, SerPK ve TTK’da bu konuda açık bir hüküm yer almasa da, kanaatimizce Türk hukuku açısından da bilginin sorumluluğa yol açması için zorunlu bir koşul olarak önemli nitelikte olması aranmalıdır<sup>1092</sup>. Bu belirlemenin sebebi, mehz düzenlemelere uygun yorum gerekliliği ve dürüstlük kurallarıdır. Nitekim, SPK’nın Özel Durumlar Rehberi’ndeki yaklaşımı da bu görüşü destekler niteliktedir. Yatırımcıların tercihlerine etki etme gücüne sahip olmadığı düşünülen bilgilerin sorumluluğa yol açması hakkın kötüye kullanımına sebebiyet verir. Bununla birlikte, ilgili düzenlemeler olan SerPK m. 10 ve 32 ile TTK m. 549’da bu koşula açıkça yer verilmesi bu konudaki soru işaretlerini giderecek isabetli bir tercih olacaktır.

#### **bb- Bilginin “Önemli” Olmasının Anlamı**

Yasal düzenlemelerinde bilginin önemli nitelikte olması gerekliliğine açıkça yer veren ülke hukuklarında dahi bu kavram tanımlanmamıştır. Bu sebeple hangi bilgilerin önemli nitelikte kabul edileceği öğretisi ve yargı kararlarında özel olarak üzerinde durulan bir hususu oluşturmuştur.

ABD’de verilen birtakım menkul kıymet davası kararları, bilginin önemli nitelikte olup olmadığına ilişkin yapılan değerlendirmeler açısından yol gösterici olmuştur. Bu konu, ABD Temyiz Mahkemesi’nin 1968 tarihli *Securities Exch. Com’n v. Texas Gulf Sulphur* kararında tartışılmıştır. Bu karara konu olayda ilk derece mahkemesi, davalının bilginin önemli nitelikte olmadığına ilişkin savunmasını kabul etmiş ve kararında 1934 tarihli *Section 10(b)* ve *Rule 10b-5*’e göre açılan davaların bu temele dayalı olması nedeniyle muhafazakâr bir bakış açısına göre önemliliğin değerlendirilmesi gerektiğine hükmetmişse de<sup>1093</sup>, ABD Temyiz Mahkemesi 1968 tarihli bu kararında, bilginin önemli nitelikte olup olmadığı değerlendirilirken “makul yatırımcı” (*reasonable man*) dikkate alınarak yatırım kararına, bir başka deyişle söz konusu bilginin ortalama yatırımcının alım ya da satım işlemine yol açıp açmayacağına dikkate alınması gerektiği

<sup>1091</sup> Bkz. II-14.1 Tebliği m. 8/2.b; 8/3; 9/3.b,c; 9/4; 18.

<sup>1092</sup> Türk hukuk öğretisinde bu koşulun aranması gerektiği daha önce de dile getirilmiştir (**Pahlı**, Kurumsal Yönetim, s. 250; **Demir**, Kamuyu Aydınlatma, s. 40; **Kütükçü**, Finans Hukuku, s. 165; **Duman**, s. 111; **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 127; **Gözüyeşil**, s. 265).

<sup>1093</sup> 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), par. 849.



vurgulanmıştır<sup>1094</sup>. *Securities Exch. Com'n v. Texas Gulf Sulphur* kararı bu konudaki sonraki kararları da geniş ölçüde etkilemiştir<sup>1095</sup>.

Federal Yüksek Mahkemesi düzeyinde ise *Escott v. BarChris Construction Company*<sup>1096</sup>, *TSC Industries Inc v. Northway Inc*<sup>1097</sup> ile *Basic Inc. v. Levinson*<sup>1098</sup> kararları yine bilginin önemliliğine ilişkin birtakım özel değerlendirmeleri içermiştir.

*Escott v. BarChris Construction Company* kararında öncelikle bilginin önemli nitelikte olması gerekliliğinin hukuki sorumluluk için bir ön koşul olduğu açıkça belirtilmiştir<sup>1099</sup>. Bu kararda da ortalama dikkat ve özene sahip bir yatırımcı (*average prudent investor*) esas alınmıştır<sup>1100</sup>. Zarara yol açtığı iddia edilen bilginin, eğer sorumlu kişiler tarafından doğru bir şekilde ifade edilmiş veya yayımlanmış olsaydı ortalama yatırımcının şirketin menkul kıymetini almamasına yol açacak ya da yol açabilecek nitelikte olması bir kriter olarak dikate alınmıştır<sup>1101</sup>.

*TSC Industries Inc v. Northway Inc* kararı<sup>1102</sup> ile önemliliğe ilişkin olarak ilk defa daha açık ve somut bir tarif ortaya konulmuştur<sup>1103</sup>. Bu standarda göre, bilginin önemli kabul edilebilmesi için gizlenen bilginin, ortalama yatırımcının kararları için her koşulda gerçekten önem arz ettiği varsayılmalıdır. Bir başka deyişle, bu bilginin açıklanmasının, ortalama yatırımcının “toplam bilgi karmasını” önemli ölçüde değiştireceğine dair güçlü bir kanı olmalıdır<sup>1104</sup>. ABD Federal Mahkemesi’nin, bu karar ile Temyiz Mahkemesi’nin 1968 tarihli *Securities Exch. Com'n v. Texas Gulf Sulphur* kararındaki yaklaşımı daha da

---

<sup>1094</sup> 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), par. 849.

<sup>1095</sup> Öyle ki, 2018 yılı Şubat ayına kadar sekseniki ayrı kararda *Securities Exch. Com'n v. Texas Gulf Sulphur* kararındaki ölçüte yollamada bulunulduğu ifade edilmiştir (**Loewenstein, M. J.:** Thinking Fast and Slow About the Concept of Materiality, SMU Law Review 2018, Vol. 71, Issue 3 (Texas Gulf Sulphur 50th Anniversary Symposium Issue), s. 856, dpn. 21).

<sup>1096</sup> 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).

<sup>1097</sup> 426 U.S. 438 (1976).

<sup>1098</sup> 485 U.S. 224, 238–41 (1988).

<sup>1099</sup> 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968), par. 681.

<sup>1100</sup> 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968), par. 681.

<sup>1101</sup> 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968), par. 681.

<sup>1102</sup> 426 U.S. 438 (1976), par. 449, 450.

<sup>1103</sup> **Kaufman, M. J.:** Living in A Material World: Strict Liability Under Rule 10b-5, Capital University Law Review 1990, Vol. 19:1, s. 3.

<sup>1104</sup> “What the standard does contemplate is a showing of a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder. Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of the information made available” [426 U.S. 438 (1976). par. 450].

geliştirdiği ifade edilmiştir<sup>1105</sup>. Ayrıca, bilginin önemlilik özelliğine sahip olması ön koşulunun aranması ile hukuka aykırılık değerlendirmesi yapılırken ortalama yatırımcının esas alınması<sup>1106</sup> uyum içerisindeki standartlar olarak görülmüştür<sup>1107</sup>.

*Basic Inc. v. Levinson* davası, temelde birleşme görüşmeleri hakkındaki kamuyu aydınlatmanın sağlanamamasına dayanmaktadır. Bu davada ABD Federal Yüksek Mahkemesi, yatırımcıların olası bir birleşmenin sonuçlarını değerlendirmeye almaları gerektiğinden hareketle, bu konudaki bilgiyi önemli nitelikte kabul etmiştir<sup>1108</sup>. Bu kararın sonuç bölümünde (V.4); *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.* kararında önemlilik için kullanılan yaklaşımın burada da kabul edildiği, birleşme açısından bu işlemin gerçekleştirilme olasılığı ve şirket için öneminin bilginin önemliliğine etki edeceği ve nihayet önemlilik değerlendirmesinin somut olayın koşullarına göre değiştiğine ve her davadaki koşullar çerçevesinde özel olarak değerlendirilmesi gerektiğine hükmedilmiştir<sup>1109</sup>. Bu kararı takip eden süreçte birçok kararda *Basic Inc. v. Levinson* kararından yararlanılmıştır<sup>1110</sup>. Belirtilen kararlara göre daha yakın geçmişte verilen ve yine konuyla ilgili yankı uyandıran *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* kararında da bu konuda *Basic Inc. v. Levinson* kararına atıfta bulunulmuştur<sup>1111</sup>. Bilginin önemli nitelikte olmasına ilişkin anılan davalardaki belirlemeler, Türk hukukunda da kullanılmaya elverişlidir.

Öğretide de, önemli bilgi, eksikliği ya da yanlış veya yanıltıcı açıklanması ortalama nitelikteki yatırımcının ekonomik kararlarını etkileyebilecek nitelikte bilgi

---

<sup>1105</sup> Loewenstein, s. 855.

<sup>1106</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-C-“Hukuka Aykırılığın Tespitinde Esas Alınması Gereken Yatırımcı Düzeyi”.

<sup>1107</sup> *TSC Industries Inc v. Northway Inc* kararı par. 439, 445 [426 U.S. 438 (1976)].

<sup>1108</sup> 485 U.S. 224, par. 234-236.

<sup>1109</sup> 485 U.S. 224, 250. Ayrıca bkz. Kaufman, s. 3.

<sup>1110</sup> Bunlar arasında öne çıkan *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg* 501 U.S. 1083, 1090–91 (1991) ve *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano* 563 U.S. 27, 38–45 (2011) kararları hakkında bilgi için bkz. Loewenstein, s. 857-859.

Ekleyelim ki, ABD’de verilen yargı kararlar dolayısıyla “*might test*”, “*outcome-determinative would test*”, “*probability magnitude approach*”, “*reasonable investor test*” gibi değişik finansal model ve testler ile önemliliğin belirlenmesinin de üzerinde durulmaktadır. Ancak bunlar hukuki belirlemeler olmadığı için çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur.

<sup>1111</sup> *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*, 544 U.S. 336, par. 341. Ayrıntılı bilgi için bkz. Klöhn, L.: Problem Schadensberechnung: Neues vom US Supreme Court zur Haftung wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation, RIW 2005, s. 728-735.

olarak ifade edilmektedir<sup>1112</sup>. Önemlilik, bilginin karara etkisinin yüksek olasılıklı bir başka deyişle kuvvetle muhtemel olmasını (*substantial likelihood*) gerektirmektedir<sup>1113</sup>. Bu değerlendirme yapılırken ortalama/rasyonel yatırımcının esas alındığını vurgulamakta yarar vardır<sup>1114</sup>.

Bilginin bu niteliğinin yatırımcının alım ya da satım kararlarına etkisi olacağından bu durum fiyatı da etkileyecektir<sup>1115</sup>. Öte yandan, fiyatı etkilemeyen bir bilginin yine de önemli nitelikte olup olamayacağı da tartışılmıştır<sup>1116</sup>. Sermaye piyasası araçlarının fiyatının bilgiyi yansıttığı varsayımına dayanan etkin sermaye piyasası teorisi bilginin önemliliği açısından da önemli bir araç olarak görülmektedir<sup>1117</sup>.

Etkin sermaye piyasasının bu açıdan kullanımında bilginin ne zaman yayımlandığı ve bu bilginin fiyatı değiştirdiğine yönelik bir genel inanç oluşturabilecek değişimin söz konusu olup olmadığının dikkate alınması gerektiği ifade edilmektedir<sup>1118</sup>. Bu görüşte bilginin yayımlanma zamanı olarak bilginin önemli bir miktardaki yatırımcıya ulaşması esas alınmaktadır<sup>1119</sup>.

Değer merkezli yaklaşım (*price-centric model*) fiyatın nasıl etkilendiğinin belirlenmesi konusunda bir tereddütü beraberinde getirse de, sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmesi durumunda piyasa fiyatı bu konuda bir veri sağlamaktadır<sup>1120</sup>. Her ne kadar etkin sermaye piyasası teorisi gereği önemli nitelikte bilgiler araç fiyatında belirleyici olsa da<sup>1121</sup>, diğer taraftan teori kapsamında her türlü bilginin fiyata yansıtacağı

---

<sup>1112</sup> **Hellgardt**, s. 92; **Coffee**, s. 541; **Richter**, s. 51, 52; **Park, J. J.**: Assessing the Materiality of Financial Misstatements, The Journal of Corporation Law 2009, Vol. 34, s. 514, 515. Ayrıca bkz. **Kütükçü**, Finans Hukuku, s. 165; **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 127.

Muhasebe perspektifinden ise önemlilik, bilgilerin bilgiyi kullanacak kişilerin etkilenebileceği kadar önemli ve anlamlı olması gereği olarak açıklanmaktadır (**Akdoğan/Tenker**, s. 40).

Öğretide önemliliğin ekonomistler ve hukukçular tarafından farklı algılandığını ve bunun da tazmini gereken zararın doğru belirlenmesi açısından tehlikeli riskleri içinde barındırdığını da vurgulamıştır (**Coffee**, s. 541, 547; **Dennis, R. J.**: Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Receipt for the Total Mix, William and Mary Law Review 1984, Vol. 25, Nu. 3, s. 384, dpn. 47).

<sup>1113</sup> **Kulms**, s. 1111.

<sup>1114</sup> Bkz. Dördüncü Blüm-I-2-C-“Hukuka Aykırılığın Tespitinde Esas Alınması Gereken Yatırımcı Düzeyi”.

<sup>1115</sup> **Kaufman**, s. 4, 5; **Wichmann**, s. 40.

<sup>1116</sup> **Loewenstein**, s. 860.

<sup>1117</sup> **Dennis**, s. 373-419.

<sup>1118</sup> **Dennis**, s. 381.

<sup>1119</sup> **Dennis**, s. 381.

<sup>1120</sup> **Loewenstein**, s. 860.

<sup>1121</sup> Nitekim, ABD’de fiyata etkisi olmayan bilgilerin önemli nitelikte olmadığının ifade edildiği mahkeme kararları da mevcuttur (**Wichmann**, s. 40, 41).

varsayılmaktadır. Dolayısıyla teorinin dikkate alınması kanaatimizce bu konuda mutlak bir çözüm sunmayacaktır. Bu yüzden fiyattaki değişim önemliliğin bir göstergesi olsa da, *olmazsa olmaz* olarak görülmemelidir. Zira yanlış, yanıltıcı yahut eksik bilginin önemli nitelikte olmasına rağmen piyasa fiyatı başkaca olumlu etkenler dolayısıyla olumsuz bir yöne gitmeyebilir. Bu durum yalnızca tazmini gereken bir zararın oluşup oluşmadığı ya da ne miktarda tazminata hükmedileceği ile sıkı ilişkilidir. ABD Federal Mahkemesi önemlilik değerlendirmesinde bir fiyat hareketliliğinin yaşanmasını zorunlu görmemektedir; ancak bu ülkedeki diğer mahkemelerin bu konuda farklı içtihatlarının olduğu bilinmektedir<sup>1122</sup>.

Önemle belirtelim ki, bilginin önemlilik özelliği G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde de değinilen bir husustur. İlkelerin “*Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık*” başlıklı V. bölümünde; önemli nitelikte bilgi, “*eksik veya yanıltıcı olması halinde bilgiyi kullananlar tarafından alınan ekonomik kararları etkileyebilecek bilgi*” ve “*makul bir yatırımcının yatırım yaparken veya oy kullanırken önemli kabul edeceği bilgi*” olarak tanımlanmıştır<sup>1123</sup>. Bu düzenlemede ayrıca “*şirketin finansal ve operasyonel sonuçları*”, “*şirket hedefleri ve finansal olmayan bilgiler*”, “*nihai pay sahipleri dâhil olmak üzere büyük ortaklar ve oy hakları*”, “*yönetim kurulu üyelerinin ve kilit yöneticilerin ücretlendirilmesi*”, “*vasıfları, seçilme usulü, diğer şirketlerdeki yönetim kurulu üyelikleri ve yönetim kurulu tarafından bağımsız üye olarak kabul edilip edilmedikleri dâhil yönetim kurulu üyeleri ile ilgili bilgiler*”, “*ilişkili taraf işlemleri*”, “*öngörülebilir risk faktörleri*”, “*çalışanlara ve diğer menfaat sahiplerine ilişkin konular*”, “*herhangi bir kurumsal yönetim kodu veya politikasının içeriği ile bunların uygulandığı prosedürler dâhil olmak üzere yönetim yapıları ve politikaları*” açıkça önemli nitelikleri bilgi örnekleri olarak zikredilmiştir.

Türk hukukunda bilginin önemliliği belirlenirken dikkate alınacak yatırımcı tipi açısından Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber'de yer alan bazı ifadelerden yararlanmak mümkündür. Bu düzenlemede yer alan içsel bilgi tanımında içsel bilgilerin, “*rasyonel bir yatırımcının yatırım kararını alırken önemli kabul edebileceği*” bilgi niteliğine sahip olması gerektiği belirtilmiştir. Ayrıca (2.1) nolu “*Bilginin Niteliklerinin Belirli Olması*” başlığı altında “*rasyonel bir değerlendirme*”den<sup>1124</sup>; 2.3 nolu “*Sermaye*

<sup>1122</sup> Loewenstein, s. 860; Dennis, s. 419.

<sup>1123</sup> <https://www.oecdilibrary.org/docserver/9789264257443tr.pdf?expires=1579772720&id=id&accname=guest&checksum=32883897BBC352CB847632146A8D7A05>.

<sup>1124</sup> “*Bilginin mevcut olan veya rasyonel bir değerlendirmeyle ortaya çıkması muhtemel olan bir takım koşulların ve olayların göstergesi olması*”.

*Piyasası Aracının Değerini, Fiyatını ve Yatırım Kararlarını Etkilemesi Muhtemel Bilgi*” başlığında “*rasyonel bir yatırımcının karar verme anında bilgiyi ne şekilde değerlendireceği*”nin dikkate alınacağı ve nihayet 2.4 nolu “*Bilginin Oluşma Sürecinde Birden Fazla Aşama Olması Durumu*” başlığında “*somut gerçeğin, sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya yatırım kararları üzerinde etkisi olup olmadığı, rasyonel bir yatırımcı gözüyle*” değerlendirileceği belirtilmiştir. Rasyonel, “*akla uygun, aklın kurallarına dayanan, ölçülü, ussal, hesaplı*” anlamlarına gelmektedir<sup>1125</sup>. Kelime anlamı itibarıyla ortalamanın üzerinde bir düzeyi çağırırsa da hukuki anlamıyla dürüstlük kuralları çerçevesinde makul bir yaklaşımı temsil etmektedir. Kanaatimizce SPK bu düzenlemesinde rasyonel yatırımcı ifadesiyle ortalama yatırımcıya işaret etmiştir.

Bu çerçevede, önemli nitelikteki bilginin anlamı belirlenirken ABD ve Alman hukuk öğretisi ile ABD mahkeme kararlarından elde edilebilecek bilgilerin yanında G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde yer verilen tanım ve örneklerden Türk hukukunda da yararlanılması uygun olacaktır.

#### **b- Yanlışlık**

Kamuyu aydınlatma belgelerinden kaynaklanan zararların tazmini gerekliliğini doğuran hâllerden ilki belgenin yanlış bilgi veya bilgiler içermesidir. Yanlış, sıfat niteliğindeki sözlük anlamı ile “*bir kurala, bir ilkeye, bir gerçeğe uymayan, aykırı olan, hatalı*” anlamlarına gelmektedir<sup>1126</sup>. Yanlış bilgi ise özünde nesnel gerçekliğe uygun olmayan bilgidir<sup>1127</sup>. Yalnız, bu durumun şahsi bir kanaat değil ispatlanabilir bir gerçeğe aykırılık teşkil etmesi gerekir<sup>1128</sup>. Bu bağlamda, gerçeğe aykırılığın objektif nitelikte olması şarttır<sup>1129</sup>.

Çalışmanın birinci bölümünde kamuyu aydınlatmanın anonim şirketlerde pay sahiplerinin bilgi edinme hakkı ile ilişkisine dair bölümde ifade edildiği üzere, TTK m. 437/2. fıkrasına göre “*Verilecek bilgiler, hesap verme ve dürüstlük ilkeleri bakımından özenli ve gerçeğe uygun olmalıdır*”. Gerçeğe uygunluk ile de “*gerçeği aynen yansıtan, doğru, yalan ve aldatıcı olmayan bilgi*”nin kastedildiği ifade edilmiştir<sup>1130</sup>.

<sup>1125</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü (www.tdk.gov.tr).

<sup>1126</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü (www.tdk.gov.tr).

<sup>1127</sup> Groß, s. 450; Langenbacher, s. 306, 307.

<sup>1128</sup> Assmann, WpPG, s. 623.

<sup>1129</sup> Watter, s. 1618; Roberto/Wegmann, s. 165.

<sup>1130</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 437.

Bunlarla birlikte, kamuyla paylaşılan bilginin doğru olmayan veriler sunması gibi kendi içerisinde içermesi gereken birtakım hususları içermemesi de duruma göre yanlışlığa sebep olabilir<sup>1131</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinin eksikliği de sorumluluk doğurucu bir hâl olmakla birlikte, aşağıda onun incelenmesine geçmeden önce bazı eksikliklerin sunulanı yanlış ya da yanıltıcı hale getirebileceğini de önceden belirtmekte yarar vardır. Şimdiden görüldüğü üzere, sorumluluk doğurucu üç hali oluşturan yanlışlık, yanıltıcılık ve eksiklik arasında kavramsal öz açısından farklılık olmakla birlikte, bu kavramlar arasında esasen sıkı bir ilişki de mevcuttur.

Öte yandan, mevcut bir olay ya da vakiya ilişkin gerçeğin saklanması da sorumluluğa yol açar<sup>1132</sup>. Gerçekliğin saklanması bilginin hiç verilmemesi şeklinde olduğunda bu durum eksiklik sebebine dayalı sorumluluk doğururken; olduğundan farklı şekilde bir bilgi verilerek gerçekliğin saklanması ise bilginin yanlışlığına yol açar.

Bilginin ortaya koyduğu vakianın yanlış olup olmadığının tespiti açısından esas alınması gereken zaman aşağıda da ayrıca incelendiği üzere<sup>1133</sup>, bilginin yayımlandığı zaman dilimidir. Bu izahname için izahnamenin yayımlandığı an<sup>1134</sup> iken diğer belgelerde de belgelerin kamuya sunulma zamanıdır.

Öğretide yanlış bilginin sorumluluk doğurabilmesi için yanıltıcılık düzeyine ulaşmış olması gerektiği ifade edilmiştir<sup>1135</sup>. Yanıltıcılık sorumluluk doğuran bir başka hâl olarak ayrıca ve özel olarak düzenlendiğinden kanaatimizce yanlış bilginin aynı zamanda yanıltıcı olması gerekliliğinden bahsetmeye lüzum yoktur. Yanlış bilginin ortalama yatırımcının yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olması bir başka deyişle önemli nitelikte olması yeterlidir.

Dezenformasyon (*die Desinformation*) doğası gereği kast unsurunu da içerir şekilde piyasaya yanlış ya da yanıltıcı bilgi sunulması anlamına gelir<sup>1136</sup>. Dolayısıyla dezenformasyonun yanlış yahut yanıltıcı bilginin tipikleşmiş bir hâli olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Hatırlatmakta yarar vardır ki, yatırımcının yatırım kararına etki etmeyecek şekli yanlışlıklar hukuki sorumluluğa yol açmaz<sup>1137</sup>. Bu durum bir taraftan bilginin önemli

---

<sup>1131</sup> **Maier Reimer/Seulen**, s. 786.

<sup>1132</sup> **Çatakoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 121.

<sup>1133</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-D-“Hukuka Aykırılığın Değerlendirilme Zamanı”.

<sup>1134</sup> **Assmann**, WpPG, s. 623; **Grunewald/Schlitt**, s. 237.

<sup>1135</sup> **Gözüyeşil**, s. 263.

<sup>1136</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü’ne göre, dezenformasyon “*bilgi çarpıtma*” anlamına gelmektedir (www.tdk.gov.tr).

<sup>1137</sup> **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 125, 126.

nitelikte olması ön koşuluyla<sup>1138</sup> diğer taraftan da dürüstlük kurallarının ayrılmaz bir parçasını oluşturan hakkın kötüye kullanılması yasağıyla da ilintilidir.

### c- Yanıltıcılık

Yabancı ülkelerde ve Türk hukukunda kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluk doğurduğu kabul edilen hâllerden bir diğeri yanıltıcılıktır (*misleading, Irreführend*). Yanıltıcılık, özü itibarıyla yanlış olmayan bir bilginin, önemli nitelikteki vaka ve vakıalar hakkında farklı bir görünüş uyandırıcı nitelikte olmasını ifade eder<sup>1139</sup>. Bu durum çok çeşitli sebeplerden kaynaklanabilir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinin içerdiği bilgilerdeki tutarsızlığın ya da sunuştaki anlaşılmazlığın yanıltıcılık düzeyine ulaşması bunlardan biridir<sup>1140</sup>. Önemli nitelikteki bilgilerin saklanması veya diğer bazı bilgilerle geri plana atılması hâlinde de sorumluluk doğar<sup>1141</sup>. Zira daha az önemli yahut tamamıyla önemsiz bilgilerin sunulması kilit bilgilerden uzaklaşılmasına ve önemli hususların gözden kaçırılmasına yol açabilir<sup>1142</sup>. İşte bu tür durumlarda da yine bilgilerin yanıltıcılığı söz konusu olabilir.

Kamuyu aydınlatma belgesinde kullanılan ifadelerin yabancı dilde olması ya da alana ilişkin özel terimler dolayısıyla da aldatıcılık doğabilir. Bu noktada, potansiyel yatırımcı kitlesinin düzeyinin göz önünde bulundurulması gerekir<sup>1143</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinin yabancı dil kökenli birtakım teknik kelimeleri içerdiği her durumda doğrudan yanıltıcı kabul edilemez. Örneğin, bilginin niteliği gereği içermek zorunda olduğu teknik ifadelerin yatırımcı tarafından bilinmediği yahut doğru algılanmadığı için aldatıcı olduğu kabul edilmemelidir. Bu konuda ayrıca SPK'nın Kurumsal Yönetim Tebliği'ne ekli İlkeler'den 2.1.3 nolu ilkede yer verilen “*İngilizce açıklamalar, açıklamadan yararlanacak kişilerin karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir, yeterli ve açıklamanın Türkçesi ile tutarlı olacak şekilde özet olarak hazırlanır.*” şeklindeki hüküm yabancı dildeki kelimelerin

<sup>1138</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-a-“Bilginin ‘Önemli’ Nitelikte Olması Ön Koşulu”.

<sup>1139</sup> **Watter**, s. 1618.

<sup>1140</sup> **Sönmez**, s. 116; **Ayoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 641; **Manavgat**, HAAO, s. 230; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 123.

Bilginin kişiden kişiye farklı yorumlama açık olmasının da yanıltıcılık oluşturabileceği hakkında bkz. **Kara**, s. 148.

<sup>1141</sup> **Watter**, s. 1618.

<sup>1142</sup> **Burn**, s. 145.

<sup>1143</sup> **Watter**, s. 1620. Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-C-“Hukuka Aykırılığın Tespitinde Esas Alınması Gereken Yatırımcı Düzeyi”.

yanıltıcılık taşıyıp taşımadığına ilişkin yapılacak değerlendirmede bir kıstas olarak dikkate alınabilir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinin yanıltıcılığı da tıpkı yanlışlık hâlleri gibi değişik görünümelerde karşımıza çıkabilir<sup>1144</sup>. Belgenin içerdiği bilgiler muhataplarının sağlıklı bir değerlendirme yapmalarını engelleyici nitelikte ise bir başka deyişle vakıanın “olan” hâlinde farklı algılara götürüyorsa yanıltıcılığın varlığından bahsedilebilir.

Hemen belirtelim ki, yanıltıcılığın söz konusu olabilmesi için belgenin yatırımcıyı objektif anlamda yanıltıcı nitelikte olması gerekir. Yatırımcının risk anlayışıyla ve kişisel bilgi düzeyiyle ortaya koyduğu finansal tercihleri yanıltıcılığın varlığı için yeterli görülmemelidir. Örneğin, piyasaya sunulan bir bilgi objektif anlamda yanıltıcı olmamakla birlikte, yatırımcının bu bilginin piyasada doğurduğu etkinin kendi şahsi beklentisini karşılamadığı, örneğin bu bilgiye dayalı olarak alım yaptıysa bilginin fiyatlara olumlu yansımadağı ya da satış yaptıysa söz konusu bilgi dolayısıyla beklediğı düşüşün olmadığı gerekçeleriyle zararının tazminini isteyememelidir.

Yatırımcının açık ve berrak bir düşünceye sahip olmasını engelleyici ölçüde karışık şekilde sunulan bilgiler, doğru olsa dahi aldatici sayılır<sup>1145</sup>. Bu düşüncenin temelinde de izahnamenin ya da diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin içerdiği detaylı bilgilerin ayrı ayrı doğruluğı değil, bir bütün olarak bıraktığı genel izlenimin<sup>1146</sup> satın alma kararına etkisinin taşıdığı önem vardır. Bilgilerin karmaşıklığı bu anlamda yanıltıcılık doğurabilme gücüne sahip olabilir. Alman hukukunda bu türden belirsiz, müphem ya da iki anlama gelebilecek türden açıklamalar yukarıda açıklanan yanlışlık (*unrichtigkeit*) kategorisinde dahi değerlendirilmektedir<sup>1147</sup>. WpPG § 21 ve § 22 hükümlerinin yürürlükte olduğu dönemde yanıltıcılık sorumluluğına yol açan bir hal olarak açıkça düzenlenmemiş olsa da, bu çerçevede yanlışlık kapsamında değerlendirilmekteydi. Keza, özel durum açıklamalarından doğan sorumluluğına ilişkin özel hükümleri oluşturan

---

<sup>1144</sup> Hukukumuzda “yanlışlık” ve “yanıltıcılık”, TTK’nın haksız rekabete ilişkin hükümleri arasında da düzenlenmiştir. Kanunun alt bendinde “*Başkalarını veya onların mallarını, iş ürünlerini, fiyatlarını, faaliyetlerini veya ticari işlerini yanlış, yanıltıcı veya gereksiz yere incitici açıklamalarla kötülemek*” (m. 55/1.a.1) ve “*Kendisi, ticari işletmesi, işletme işaretleri, malları, iş ürünleri, faaliyetleri, fiyatları, stokları, satış kampanyalarının biçimi ve iş ilişkileri hakkında gerçek dışı veya yanıltıcı açıklamalarda bulunmak veya aynı yollarla üçüncü kişiyi rekabette öne geçirmek*” (m. 55/1.a.2) haksız rekabet hâlleri arasında sayılmıştır. “Yanlışlık” ve “yanıltıcılık” kavramlarının anlamlarının belirlenmesinde haksız rekabete ilişkin çalışmalarda yapılan değerlendirmelerden de yararlanılabilir (Ayrıntılı bilgi için bkz. **Nomer Ertan, N. F.:** Haksız Rekabet Hukuku, İstanbul 2016, s. 151-154; **Bozer/Göle,** Ticari İşletme Hukuku, s. 230, 231).

<sup>1145</sup> **Roberto/Wegmann,** s. 165, 166.

<sup>1146</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-F-“Kamuyu Aydınlatma Belgesinde Yer Alan Açıklamaların Bütününün Dikkate Alınması Gerekliğı”.

<sup>1147</sup> **Grunewald/Schlitt,** s. 237.



WpHG § 97 ve § 98 hükümlerinde de aldatıcı bilgilerin sorumluluk doğuracağı açıklıkla düzenlenmemiştir. Son yapılan değişiklikle de WpPG § 9 ve § 10 hükümlerine yanıltıcılığın açık olarak yazılmasına gerek görülmemiştir. Yalnız, WpPG § 11’de yeni bir hüküm olarak yer bulan kıymetli evrak bilgilendirme kağıdından (*Wertpapier- Informationsblatt*) sorumluluk doğuran hâller arasında yanıltıcılığa açıkça yer verilmiştir. Kelimelere ilk akla gelen açık anlamları kapsamına dahil olduğu düşünülmeyen birtakım anlamların onlara yüklenen hukuki anlamlara bu şekilde dahil edilmesi hukuk kurallarının soyut oluşu ve her durumu ayrı ayrı ifade etmenin güçlüğü dolayısıyla zaman zaman karşılaşılabilen ve kabul edilebilir bir durumdur.

Yukarıda sayılanlara ek olarak, kamuyu aydınlatma belgesinin yanıltıcı kabul edilebileceği bazı özel durumlar olarak, bilginin gerekli niteliklere sahip olmaması ve aşırı bilgi yüklemesi üzerinde özel olarak durulacaktır.

#### **aa- Bilginin Gerekli Niteliklere Sahip Olmaması**

Kamuyu aydınlatma ilkesi bağlamında paylaşılması öngörülen bilgiler, düzenleme yapanlar tarafından belirlenen bazı özellik ve standartlara sahip olmalıdır<sup>1148</sup>. Bilgilerin söz konusu özellikleri taşımamaması sorumluluğun doğması için gerekli olan hukuka aykırılığın mevcut olmasını sağlayabilir.

Bilgilerin taşınması gereken özelliklerine bakıldığında, tek bir hukuki düzenlemede bütün özelliklerin sayılması gibi bir durum söz konusu değildir. Buna rağmen, değişik belgeler özelinde ortaya konulan niteliklerden bir sonuca gidilebilir.

İzahname açısından konu ele alındığında, her şeyden önce bu belgenin kanuni tanımında değinilen diğer içeriklerle birlikte “*yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgiler*”i içermesine yer verilmiştir (SerPK m. 3/1.j). Bu durum esasında kamuyu aydınlatma konusu bilginin temel amaçlarından olan yatırımcıların bilgilendirilmiş şekilde karar vermesini sağlayacak aracı oluşturma gayesini ifade etmesinin yanında bilgilerin “*tamlık*” özelliğine de vurgu yapmaktadır. Ayrıca, bir izahnamenin SPK tarafından onayı için “*tutarlı*”, “*anlaşılabilir*” ve “*Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz*” olma özelliklerini taşınması gerekir (SerPK m. 6/1)<sup>1149</sup>. Her ne kadar SPK’nın izahnameyi onay kriterleri açısından Kanunda izahnamenin içerdiği bilgilerin “*doğruluğu*”na ilişkin bir hükme yer verilmese de,

<sup>1148</sup> Kamuyu aydınlatmada söz konusu bilginin nitelikleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **İhtiyar**, s. 63-89; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 148-163.

<sup>1149</sup> Bu niteliklerin taşıdıkları anlam hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. İkinci Bölüm-III-6-A-“Değerlendirme Kriterleri”.

Kanunun gerekçesinde yer verilen açıklamalardan<sup>1150</sup> da bilgilerin niteliği konusunda bu gerekliliğe ulaşabilmek mümkündür. Esasen kanun koyucunun bilgi verilmesini öngördüğü hâllerde bu bilginin doğruluğunu açıkça aramasına gerek olmaksızın bu niteliğin aranması, kaynağını dürüstlük kurallarından alan bir gerekliliktir. Öte yandan, kanun koyucu, sermaye piyasası araçlarının ihracına yönelik ilan, reklam ve açıklamaların “izahname ile tutarlı olması”, “gerçeğe aykırı, abartılmış ve yanıltıcı bilgiler içermemesi” gerektiğini de düzenleme altına almıştır (SerPK m. 7/3).

Özel durum açıklamaları açısından, Özel Durumlar Tebliğinin “Açıklamaların kapsam ve özellikleri” kenar başlıklı 24. maddesinde belirtilen özelliklerin göz önüne alınması gerekir. Anılan maddenin birinci fıkrasında yer verilen “Bu Tebliğ kapsamında yapılacak açıklamaların; yatırımcıların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olması gerekir. Açıklamaların doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için gerekliyse, açıklamaya konu durumun ilgili olduğu karşı taraf belirtilir; değişikliklerin veya etkilerinin miktar veya tutar olarak ifade edilebilmesi halinde, yapılacak açıklamalarda miktar ve tutara yer verilir.” ifadeleri ile üçüncü fıkrasındaki “Açıklamalar yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olamaz ve ihraççının mevcut koşullarına ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikir edinmelerine neden olmayacak şekilde yapılır. Bu kapsamda ihraççılar, özel durum açıklamalarını faaliyetlerinin pazarlanması ve reklam amacıyla kullanamazlar.” ifadeleri özel durum açıklamalarının taşınması gereken niteliklerin belirlenmesi konusunda dikkate alınmalıdır. Bunlarla birlikte, SPK’nın Özel Durumlar Tebliği m. 27. çerçevesinde hazırladığı ve Kurul Kararı niteliğini haiz “Özel Durumlar Rehberi” de bu konudaki bir diğer hukuki kaynaktır<sup>1151</sup>. Rehberin “Açıklamada Dikkat Edilecek Hususlar” kenar başlıklı 7.1 maddesinde son derece kapsamlı ve ayrıntılı şekilde yer verilen esaslar özel durum açıklamalarından beklenen niteliklerin ortaya konulduğu ana düzenlemedir.

Önemle belirtelim ki, Rehberin 2.1 maddesinde de yer verilen “bilginin niteliklerinin belirli olması” hususu, ilgili AB düzenlemesini oluşturan Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü’nde de üzerinde durulan bir konudur (*the precise nature of*

---

<sup>1150</sup> “Bu çerçevede Kurulca izahname üzerinde yapılacak incelemenin kapsamı, izahnamede yer alan bilgilerin açık, anlaşılır, birbiriyle tutarlı olması ve Kurulca belirlenen standartlara göre tüm başlıkları kapsadığının incelenmesi ile sınırlı olarak ve izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunun araştırılmasını içermeyecek şekilde belirlenmiş olup, Kanunun diğer maddelerinde izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğundan ihraççılar, halka arz edenler ve Kanunda sorumluluğu düzenlenen diğer gerçek ve tüzel kişilerin sorumlu olacağı açıkça düzenlenmiştir” (Bkz. SerPK Madde Gerekçeleri, m. 6).

<sup>1151</sup> Bkz. 27/06/2014 tarih, 2014/19 sayılı SPK Bülteni.

information). Bu özellikle esas itibarıyla bilginin paylaşılmasının gerektiği ölçüde belirlilik ve kesinlik kazanması kastedilmektedir<sup>1152</sup>.

Finansal raporlar açısından ise yukarıda açıklanan<sup>1153</sup> dürüst resim ilkesi bu konudaki üstün prensibi ortaya koymaktadır. Bu ilke, finansal raporların “*Türkiye Muhasebe Standartlarına göre şirketin malvarlığını, borç ve yükümlülüklerini, öz kaynaklarını ve faaliyet sonuçlarını tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, ihtiyaçlara ve işletmenin niteliğine uygun bir şekilde; şeffaf ve güvenilir olarak; gerçeği dürüst, aynen ve aslına sadık surette yansıtmak şeklinde*” çıkarılmasını emretmektedir.

Eklemek gerekir ki, finansal raporlarını inceleme konusu yapan muhasebe disiplininde bu disipline yönelik bilgilerin temel nitelikleri olarak “*ihtiyaca uygunluk*”, “*gerçeğe uygun şekilde sunum*” ön plana çıkmaktadır<sup>1154</sup>. Bunların yanı sıra “*karşılaştırılabilirlik*”, “*doğrulanabilirlik*”, “*zamanında sunum*” ve “*anlaşılabilirlik*” de destekleyici niteliksel özellikler olarak ifade edilmektedir<sup>1155</sup>.

SerPK m. 14’de, anonim şirketlerin, finansal raporlarını “*şekil ve içerik bakımından Türkiye Muhasebe Standartları çerçevesinde Kurulca belirlenen düzenlemelere uygun olarak, zamanında, tam ve doğru bir şekilde hazırlamak ve ibraz etmek*” zorunda oldukları hükme bağlanmıştır (m. 14/1). Anılan maddede hukuki sorumluluk düzenlenirken de açıkça bu özelliklere atıfta bulunulmuş ve bunların yanı sıra “*gerçeğe uygun*” ve “*doğru*” olmaları ve “*gerçeği doğru ve dürüst biçimde yansıtılmaları ilkesi*”ne uygun hareket edilmesi gerekliliğinden bahsedilmiştir (m. 14/2,3)<sup>1156</sup>.

SPK’nın Kurumsal Yönetim Tebliği’ne ekli İlkeler’de yer verilen “*Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gereken, özel durum ve dipnotlar hariç finansal tablo bildirimleri Türkçe’nin yanı sıra eş anlamlı olarak İngilizce de KAP’ta açıklanır. İngilizce açıklamalar, açıklamadan yararlanacak kişilerin karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir, yeterli ve açıklamanın Türkçesi ile tutarlı olacak şekilde özet olarak hazırlanır.*” (m. 2.1.3)<sup>1157</sup> şeklindeki

<sup>1152</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-e-aa-“Zamanlama Sorunu”.

<sup>1153</sup> Bkz. İkinci Bölüm-IV-2-A-b-“Bir Üst Hukuk Kuralı Olarak ‘Dürüst Resim İlkesi’”.

<sup>1154</sup> Bayazıtli/Çelik/Gürdal, s. 81-83.

<sup>1155</sup> Bayazıtli/Çelik/Gürdal, s. 83, 84.

<sup>1156</sup> Özkorkut, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 172. Aynı yönde Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 376.

<sup>1157</sup> Mülga Seri: IV, No: 56 sayılı “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ”e (RG. 30.12.2011, S. 28158) ekli ilkelerde ise “*Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir yorumlanabilir ve düşük maliyetle kolay erişilebilir biçimde “Kamuyu Aydınlatma Platformu” (www.kap.gov.tr) ve şirketin internet sitesinde kamunun kullanımına sunulur.*” (m. 2.1.2). Her ne kadar bu

düzenleme de bilgilerin sahip olması gereken nitelikler konusunda yol gösterici bir diğer düzenlemedir.

Ekleyelim ki, hukuk düzeni, bilginin kalitesi konusunda yerleşik standartların kötüye kullanımına izin vermez. Örneğin, tamamlanmamış bir denetim faaliyetine dair eldeki birtakım verilerin paylaşımı ve bu veriler doğru olsa dahi ileride ortaya çıkacak farklı durumlar nedeniyle yanıltıcı nitelikte olabilir. Yine, vergi mevzuatı çerçevesinde hazırlanan finansal tabloların TMS-TFRS çerçevesinde hazırlanan finansal tablo gibi yansıtılmasının yanıltıcı nitelik taşıdığından söz edilebilir.

Kamuyu aydınlatmanın maddi yönünü ifade eden bilginin kalitesine etki eden bu niteliklerin mevcut olmayışının tek başına doğrudan hukuki sorumluluk doğurduğunu söylemek doğru olmaz. Ancak, bu niteliklerin eksikliğinin, bilgiyi değerlendirecek kişileri objektif olarak yanıltıcı özellik göstermesi ve hukuki sorumluluğun diğer koşullarının da mevcut olması hâlinde hukuki sorumluluk doğacaktır.

#### **bb- Aşırı Bilgi Yükleme**

Kamuyu aydınlatma konusu bilginin sunuluş biçimi dolayısıyla aldatıcı hâle gelmesinin söz konusu olabilmesi de muhtemeldir. Bu bağlamda, özellikle kamuyu aydınlatma sırasında aşırı bilgi yükleme sonucunda yanıltıcılık oluşabilir<sup>1158</sup>.

Yukarıda da vurgulandığı üzere<sup>1159</sup>, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde karar alıcılara aşırı bilgi yükleme (*information overload, over-exuberant disclosure*) yapılmasının daha az bilgi bulunsaydı yapılacak tercihten daha kötü seçimlere götüreceği yönünde tezler söz konusudur<sup>1160</sup>. Kamuyu aydınlatma gerekliliğinin vurgulanması için ifade edilen güneş ışınlarının en iyi dezenfektan olduğuna yönelik metafora da yollamada bulunarak fazla miktarda ışığın bazen körleştirici olabileceği dile getirilmiştir<sup>1161</sup>. Dolayısıyla bilginin nasıl kullanılacağına görmezden gelinmemesi gerekir. Şu hâlde, amaca uygun bir bilgilendirme mekanizmasının oluşturulmasının önem taşıdığı gözden uzak tutulmamalıdır.

Bu çerçevede, kamuyu aydınlatma bağlamında sunulması gereken bilgi asla “*her türlü bilgi*” olarak algılanmamalıdır. Kanun koyucunun ve düzenleyici otoritelerin

---

düzenleme yürürlükten kalkmış olsa da, düzenlemede belirtilen özelliklerin yol gösterici nitelikte olduğundan şüphe duyulmamalıdır.

<sup>1158</sup> **Langenbucher, K.:** Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, München 2018, s. 301.

<sup>1159</sup> Bkz. Birinci Bölüm-IX-2-“Eleştirilen Yönleri”.

<sup>1160</sup> **Paredes,** s. 419.

<sup>1161</sup> **Paredes,** s. 417-485.

öngördüğü sınırlar ile hukuki kalıplar içerisinde belirli türden ve belirli niteliklere sahip bilgilerin açıklanması gerekmektedir. Bunların başında da, bilginin sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olması gelmektedir.

Konunun önemi AB kural koyucusunun da bu konuya ağırlık vermesine yol açmıştır. Örneğin, izahname ile ilgili olmak üzere, İzahnamede Bulunması Gerekenlere İlişkin 809/2004/EC sayılı Tüzük<sup>1162</sup> ile izahnamenin format ve içeriklerine ilişkin ayrıntılı düzenlemeler getirilmiştir. Keza, 2017/1129/EU sayılı İzahname Tüzüğü<sup>1163</sup> de yine bu tehlikeyi olabildiğince bertaraf etmeye yöneliktir. İzahnamenin içermesi gereken bilgilere ilişkin ayrıntılı düzenlemeler (m. 6/1 ve EK I) ile bilgilerin kolaylıkla analiz edilebilir ve anlaşılabilir şekilde (*easily analysable and comprahensible form*) sunulması gerekliliğinin öngörülmesi (m. 6/2) de bu yüzdendir. İç hukukumuz açısından bakıldığında, SerPK’da yer verilen hususlar ve SPK’nın ilgili tebliğ düzenlemelerinin yanı sıra Kurulun Özel Durumlar Rehberi ile İzahname ve İhraç Belgesi Formatları başta olmak üzere atipik düzenleyici işlemleri bu konuda belirleyicidir. Finansal raporlar hakkında ise muhasebe disiplininin temel ilkeleri ve kuralları ile Bakanlık tebliğleri ve KGGK standartları ile bu tehlikenin önüne geçilmeye çalışılmaktadır.

Aşırı bilgi yüklemesi, yatırımcının kamuyu aydınlatmadan elde etmesi gereken yararı engellediği gibi bu kişilerin durumunu daha da kötü bir duruma getirme riskini barındırır<sup>1164</sup>. Bu yönüyle yatırımcının bilgilendirilmiş sağlıklı yatırım kararları yerine rasyonel olmayan kararlar almasına yol açar.

Önemle belirtelim ki, yukarıda kamuyu aydınlatmanın dezavantajları bölümünde ele alınan ve ülkenin kamuyu aydınlatma sisteminden kaynaklı olan aşırı bilgi sunulması ile pozitif düzenlemeler yahut idari otorite tarafından bir gereklilik öngörülmemesine rağmen yapılan aşırı bilgilendirme bizi birbirinden farklı sonuçlara götürür.

İlki yani kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin yoğunluğundan kaynaklı olarak yatırımcılara sunulan fazla bilgilerin yarattığı yanıltıcılık sorumluluğa yol açan bir hâl olarak kabul edilmemelidir. Bunun bir yasama tercihi yahut idari tasarruf problemi

---

<sup>1162</sup> “Commission Regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements” (OJ. 30.04.2004, L. 149, p. 1-126).

<sup>1163</sup> “Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC” (OJ. 30.06.2017, L. 168/12, p. 12-82).

<sup>1164</sup> **Enriques/Gilotta**, s. 515.

olduğunu ifade etmek gerekir. Buna rağmen, ilgili düzenlemeler çerçevesinde zorunluluk söz konusu olmadığı hâlde ilgili kişiler tarafından sunulan aşırı bilgidен hukuki sorumluluk doğuran bir hâl ortaya çıkabilir. Bu şekilde sunulan aşırı nitelikteki bilgilerin hukuki sorumluluğa yol açması için yatırımcıları objektif olarak yanıltıcı sonuçlara götürmesi gerekir. Yalnız, fazla bilgi yüklemesinden dolayı yanıltıcılığın söz konusu olup olmadığı değerlendirirken yanlış ya da eksik bilgide yapılan muhakemeden daha farklı şekilde konuya yaklaşılması ve bu durumun kusurun ağırlığının belirlenmesinde göz önüne alınması somut olay adaleti açısından daha yararlı olur.

#### **d- Eksiklik**

Kamuyu aydınlatma belgesinin eksik olması, belgenin gerekli bilgileri hiç ya da gerektiği ölçüde içermemesi anlamına gelir. Ancak, tıpkı yanlışlık ve yanıltıcılıkta olduğu gibi bu durumun da sorumluluğa yol açan bir sebep olarak daha kapsamlı şekilde ele alınması ihtiyacı söz konusudur.

Eksikliğin varlığından bahsedilebilmesi için ilgili düzenlemelerde bu konuda bir yükümlülüğün öngörülmesi önemlidir<sup>1165</sup>. Bu bağlamda, yapılması gereken bir açıklamanın yapılmaması yahut verilmesi gereken bir bilginin verilmemesi eksikliğe yol açar. Her iki durumun ortak noktası ise olumlu nitelikte bir fiilin gerçekleştirilmesi yükümlülüğünün bulunmasına rağmen bunun hiç ya da gereği gibi gerçekleştirilmemesidir.

Hangi durumlarda eksikliğin söz konusu olduğu belirlenirken öncelikle nelerin açıklanması gerektiğinin doğru şekilde belirlenmesi gerekir. Şayet gerekli bilgiler hiç ya da gerektiği ölçüde sunulmamışsa eksikliğin söz konusu olduğu sonucuna varılabilir. Bu da bizi ikinci bölümde üzerinde durulan kamuyu aydınlatma belgelerine ve bunların içeriklerine götürmektedir. Bu bağlamda, nelerin kamuyu aydınlatma konusu yapılması gerektiği ile belgelerin her birinin hangi durumlarda ve hangi içerikte düzenlenmesi gerektiği konusunda bu bölümde değinilen hususlar dikkate alınmalıdır.

Öncelikle belirtelim ki, bir kamuyu aydınlatma belgesinin onaya tabi olduğu hâllerde, eksikliğin ortaya çıkma ihtimali; onaya tabi olmayan kamuyu aydınlatma belgelerine göre daha düşüktür. Örneğin, özel durum açıklamasında konuyla ilgili esaslı

---

<sup>1165</sup> **Wichmann**, s. 41, 45. ABD Federal Yüksek Mahkemesi de *Chiarella v. U.S.* kararında bu gerekliliğin piyasaya sunulmamış her bilgide değil ilgili hukuki düzenleme çerçevesinde paylaşılması gerekip de yayımlanmayan bilgiler dolayısıyla söz konusu olacağını vurgulamıştır (*Chiarella v. U.S.*, 445 U.S. 222, 222f, 225). Bu gerekliliğin *Chiarella v. U.S.* kararından sonra ABD’de diğer kararlara da yansıdığı ve günümüzde bütün kararlarda arandığı ile bilgi ne kadar önemli olursa olsun ilgili mevzuatta paylaşılması öngörülmemiş bir bilgi olduğunda sorumluluğun doğmayacağı hakkında bkz. **Wichmann**, s. 45, 49.

birtakım bilgilere yer verilmemesi, SPK tarafınan onaylanması zorunlu tutulan izahnameye ya da ihraç belgesine görece daha muhtemeldir. Kurul, izahname ve ihraç belgesini onay incelemesini ilgili normlarla belirlenen standartlar çerçevesinde gerçekleştirecektir. Kamuyu aydınlatma belgeleri içerisinde izahname ve ihraç belgesi bu açıdan özel önem arz etmektedir.

SPK, yukarıda açıklandığı gibi<sup>1166</sup>, bu belgelerin onayı sürecinde “*tutarlı*”, “*anlaşılabilir*” ve “*Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz*” olup olmadıklarına göre karar verecektir. Ayrıca, ihracın emredici hükümlere aykırı olup olmadığının da göz önünde bulundurulması gerekir. Bu incelemenin eksiklik unsurunun söz konusu olma ihtimalini azaltacağı muhakkaktır. Yine de ilgili kamu otoritesinin onay verirken kullandığı değerlendirme kriterlerinin, eksiklik ihtimalini tamamen ortadan kaldırıcı nitelikte olduğunu söyleyebilmek mümkün değildir.

Ticari sırların kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sunulması gereken bilgilerin bir sınırını oluşturduğu<sup>1167</sup> gözden uzak tutulmamalıdır. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesinin kapsamı dışında görülen ticari sır niteliğinde bilginin açıklanmamış olması eksiklik bağlamında sorumluluğa yol açmaz<sup>1168</sup>. Bu konuda genel prensip bu şekilde olmakla birlikte, kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenlemelerle açıklanması açıkça öngörülen hususların yayımından ticari sır niteliğinde oldukları gerekçesiyle kaçınıp kaçınılamayacağının da belirlenmesi gerekir. Kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin normatif dayanaklarının olması ve dahası bunların tamamına yakınının emredici nitelikte olması dolayısıyla ticari sırla olan ilişkisinde kamuyu aydınlatma ilkesi üstünlüğe sahip olmaktadır. Zira ilgili hukuki düzenlemede kamuyla paylaşılması emredilen bir hususun açıklama yapmakla yükümlü tutulan kişinin subjektif kanaatiyle ticari sır olarak görülüp açıklanmaktan kaçınılmasının kabulü, keyfi değerlendirmelerin önünü açar. Dolayısıyla şirketlere bu yönde geniş bir takdir yetkisi tanınabilmesi mümkün değildir.

Eksikliği kendi içerisinde kategorize etmek gerekirse, konu üçlü bir ayırım çerçevesinde ele alınabilir. Bunlardan ilki bir kamuyu aydınlatma belgesinin içermesi gereken bilgileri içermemesi, ikincisi ise belgenin hiç hazırlanmaması ve/veya kamuya sunulmamasıdır. Nihayet, kamuyu aydınlatma belgelerinin gereği gibi hazırlanıp yayımlanmasına rağmen kanun koyucunun ve ilgili idari otoritelerin öngördükleri şekilde

---

<sup>1166</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-6-A-“Değerlendirme Kriterleri”.

<sup>1167</sup> **Tekinalp**, Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı, s. 17; **Yanlı**, Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 1584; **Kaya**, s. 16; **Gürbüz Usluel**, s. 199, 200; **Memiş/Turan**, s. 41.

<sup>1168</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Birinci Bölüm-X-4-“Ticari Sırrın Korunması”.

belirli bir süre hazır bulundurulması yükümlülüğüne uyulmaması hâlinde de eksiklik karşımıza çıkabilir.

#### **aa- Belgenin Gerekli Bilgileri İçermemesi**

Bilgi eksikliğin sorumluluğa yol açması, kamuyu aydınlatmanın yabancı hukuk sistemlerindeki yaygın karşılıkları olan *disclosure* ve *publizität* terimlerine bu ülkelerin hukuk sistemlerinde yüklenen anlamların doğal sonucudur. Zira, bu kavramlara bilgi sunulmasının yanı sıra hakların bilinçli kullanımına imkân sağlayacak şekilde gerçeklerin ortaya konulması ve önemli nitelikteki vakıaların saklanması olarak bırakılmaması anlamlarının yüklendiği kabul edilmektedir<sup>1169</sup>.

Kamuyu aydınlatma belgelerinin içermesi gereken bilgilerdeki eksiklik, kanunda ya da düzenleyici işlemlerde belirlenen asgari içerikteki eksikliklerden oluşabilir. Diğer taraftan söz konusu belge, normatif asgari içerikte olmakla birlikte yine de sermaye piyasası araçlarının değerine ya da yatırımcıların yatırım kararlarına etki etme gücüne sahip olan bilgilere yer verilmemesi dolayısıyla da eksiklik taşıyabilir.

Birinci durumda, kamuyu aydınlatma belgesinin kanun koyucu ya da düzenleyici otorite tarafından belirlenen bir asgari içeriğinin mevcut olduğu hâllerde bu içerikte yer alan bilgilerin eksikliği sorumluluğa yol açar<sup>1170</sup>. İzahname ve ihraç belgelerinin, SerPK ya da İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinde yahut SPK tarafından yayımlanan format ve kılavuzlarda belirtilen içeriğe aykırı şekilde düzenlenmesi bu duruma örnek olarak gösterilebilir. Esas itibarıyla bu durumlarda SPK'nın söz konusu belgeleri SerPK'nın 6/1. fıkrasındaki değerlendirme kriterlerinden “*eksiksiz olma*” koşulunu sağlamadığı için onaylamaması gerekir. Ancak, bu belgeler anılan duruma rağmen onaylanmış ve yayımlanmış ise hukuki sorumluluk doğuracaktır. Zira düzenleyici ve denetleyici kamu otoritesinin rolü sorumlu kişilerin hukuki sorumluluktan doğan risklerinin azaltılması değil, yatırımcıların ve piyasa fonksiyonlarının korunması için ek bir kontrol mekanizmasının tesis edilmesidir<sup>1171</sup>. Yalnız, belgenin izahname formatındaki bilgi kategorilerini içermesine rağmen yine de kategori içerisindeki herhangi bir bilginin verilmemesinden hareketle eksik bir izahnameye yol açmasının mümkün olduğu da gözden uzak tutulmamalıdır.

İkinci durumda ise belge normatif asgari içeriğine sahip olsa da, eksikliği zarara yol açabilecek nitelikteki birtakım bilgilerin sunulmaması söz konusudur. Bununla

<sup>1169</sup> **Tekinalp**, Bilanço ve Yedek Akçeler, s. 10, 11.

<sup>1170</sup> **Roberto/Wegmann**, s. 166.

<sup>1171</sup> **Groß**, s. 445, 446.



beraber, söz konusu eksik bilgilerin, yatırımcıların bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararı almalarını engelleyerek zarara ve dolayısıyla sorumluluğa yol açabilecek önemli nitelikte bir bilgi olması gerekir<sup>1172</sup>. Hangi bilgilerin zarara yol açabilecek nitelikte olduğu ise bilginin türüne ve yapılan açıklamaya göre değişir. Eksik bilgi açıklamasının zıttını ifade eden tam açıklamada kamuya sunulan hususlar ile bunların temsil ettiği olgu arasında tam bir uyum mevcut bulunmakta; açıklanan bilgiler olguyu tam olarak temsil etmektedir<sup>1173</sup>. Eksikliğin olmadığı bir kamuyu aydınlatmada olması gereken budur. O hâlde zıt anlamdan sonuç çıkarma yöntemiyle konuya baktığımızda, bunun sağlamadığı durumlarda eksikliğin varlığından bahsedilebilir.

#### **bb- Belgenin Hiç Hazırlanmaması ve/veya Kamuya Sunulmaması**

Yukarıda da belirtildiği gibi, kamuyu aydınlatmadan hukuki sorumluluğun doğabilmesi için kural olarak bir fiilin mevcut olması gerekir. Ancak, daha önce de açıklandığı üzere<sup>1174</sup>, yapılması gereken bir işlemin yapılmaması ya da gerçekleştirilmesi gereken bir eylemin gerçekleştirilmemesi de bu anlamda bir yapmama fiili olarak sorumluluğa yol açar. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma belgesinin hiç hazırlanmaması ya da hazır olmakla birlikte ilgili mevzuata uygun şekilde yayımlanmaması da eksiklik sonucunu doğuracaktır.

Hiç hazırlanmamış bir belgenin yayımı da söz konusu olamaz. Dolayısıyla böyle bir durumda belgenin hazırlanmamış olması, kamuyu aydınlatma muhataplarına verilmesi gereken bilgilerin verilmemesi anlamına geleceğinden hukuki sorumluluk doğurur.

Öte yandan, usulüne uygun olarak hazırlanmış olsa da, yayımlanmamış bir belgenin de yatırımcılar nezdinde değeri yoktur. Hatta hazırlanmış ancak paylaşılmamış bir belgenin, bu belgedeki bilgilere birtakım kişilerin ulaşma ihtimalinin varlığı dolayısıyla hiç hazırlanmamış bir belgeye göre bilgi asimetrisi açısından daha tehlikeli olduğu söylenebilir. Zira kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin yöneldiği temel amaçlardan biri olan yatırımcının tam bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararlarını alabileceği düzenin oluşturulması, bir belgenin mevcut olması kadar kamuya sunulmuş olmasının da önem taşımasına yol açmaktadır.

---

<sup>1172</sup> **Groß**, s. 451. Bu konuda ayrıca bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-a-“Bilginin ‘Önemli’ Nitelikte Olması Ön Koşulu”.

<sup>1173</sup> **Duman**, s. 110.

<sup>1174</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-1-“Fiil”.

Sonuç olarak, kamuyu aydınlatma belgelerinin zamanında kamuya sunulmaması, belgenin sunulduğu zamana dek belgenin mevcut olmaması sonucu doğuracağından bu durum kamuyu aydınlatma belgelerinin eksik olmaması gerektiğine ilişkin esasın ihlâli niteliğindedir.

#### **cc- Belgenin Kamuya Açık Hâlde Bulundurulması Yükümlülüğüne Uyulmaması**

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde üretilen bilgilerin muhataplarla belirli usul ve esaslar dahilinde paylaşılması, bu ilkedен kaynaklanan gerekliliklerin önemli bir parçasını oluşturmaktadır. İlkenin bu yönü, şekli kamuyu aydınlatmadan doğan zorunlulukları karşımıza çıkarmaktadır<sup>1175</sup>.

Kamuyu aydınlatma belgelerinin ilgili düzenlemelerde öngörülen esaslar çerçevesinde yayımından sonra ne kadar süre boyunca bilgi kullanıcıları tarafından ulaşılabilir olması gerektiği, bu belgelerin kamuya açık hâlde hazır bulundurulması yükümlülüğünü doğurur. Zira piyasada bilgi asimetrisinin doğmaması için gereken zorunlu koşullardan biri de muhatapların bilgiye ulaşma konusunda eşit koşullara sahip olmasıdır. Belgelerin yayımından sonra makul olmayan bir zaman dilimi içerisinde ulaşamaz hâle gelmesi piyasadaki yatırımcılar açısından asimetrik bilgi problemini beraberinde getirir. Bu durum ise yatırımcıların hukuka aykırı şekilde zarara uğramaları rizikosunu doğurur.

Yatırımcıların bilgiye ulaşma konusundaki eşitsizliklerden zarar görmesini engellemeye yönelik en önemli mekanizmalardan birini daha önce de değinilen Kamuyu Aydınlatma Platformu oluşturmaktadır. Bilgilerin hazır bulundurulması yükümlülüğü; bir taraftan KAP'ta, diğer taraftan da şirket için öngörülen internet sitesinde kullanıcıların ulaşımına hazır bulundurulması zorunluluğu bağlamında şirkettedir.

Şirket açısından baktığımızda; İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinin m. 28/7. fıkrası izahnamelerin, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliğinin (II-14.1) m. 14/1. fıkrası finansal raporların ve nihayet Özel Durumlar Tebliğinin (II-15.1) m. 24/5. fıkrası da özel durum açıklamalarının şirketin internet sitesinde en az 5 yıl süreyle kamuya açık hâlde tutulması zorunluluğunu öngörmektedir.

Şirketin, söz konusu bilgi ve belgeleri internet sitesinde beş yıl süreyle saklaması Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'nün m. 17/1 hükmünde yer alan kuralın Türk hukukuna yansımasıdır. Bu gereklilik, söz konusu bilgilerin sermaye piyasası araçlarının değeri ve

---

<sup>1175</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Birinci Bölüm-VII-1-“Şekli-Maddi Kamuyu Aydınlatma”.

fiyatı ile yatırımcıların yatırım kararlarına etkisinin anlık bir etkiden ibaret olmayıp şirketin geçmişinin ve mevcut durumunun anlaşılmasını sağlayan bir bilgi olarak gelecekte de değer taşıdığını göstermektedir.

Yalnız, belgenin beş yıllık süre boyunca kamuya açık hâlde tutulması yükümlülüğünün sorumluluğa etkisi noktasında izahnameler için bir istisna tanınması gerekliliği söz konusudur. İzahname, SerPK m. 9 gereği ilk yayım tarihinden itibaren oniki aylık geçerlilik süresine sahip bir kamuyu aydınlatma belgesidir. İzahnamenin yayımından sonra oniki ayın bitiminden itibaren bu belgede yer alan bir bilgi dolayısıyla alınan yatırım kararından hukuki sorumluluğun doğmayacağından hareketle bu sürenin bitiminden itibaren izahnameye ulaşılamamasından da hukuki sorumluluğun doğmaması gerekir.

Önemle belirtelim ki, şirketin bu belgeleri internet sitelerinde beş yıl süreyle kamuya açık hâlde bulundurma zorunluluğunun ihlâli, hukuki sorumluluğun doğabilmesi için tek başına yeterli değildir. Bu durumun yatırımcıların yatırım kararlarına etki etmesi ve bu etki sonucunda alınan yatırım kararının da zarara yol açması gereklidir. KAP'ın mevcut olduğu ve yatırımcıların bu platform üzerinden bilgiye ulaşma imkânlarının bulunduğu bir sistemde ise yatırımcıların bunu ispat etmeleri oldukça güçtür. Yine, belgeye şirketin internet sitesinden ulaşamadığı bir durum nedeniyle zararın doğmuş olduğu hâllerde yatırımcıların KAP'ta kullanıma açık bir belgeye ulaşma gayreti göstermemesi zarara görenin ağır kusuru olarak değerlendirilmeye elverişli bir durum olacaktır<sup>1176</sup>.

## **e- Birtakım Özel Durumlar**

### **aa- Zamanlama Sorunu**

Sermaye piyasası, nitelikli bilginin yanı sıra doğru zamanlamayla sunulan bilgiye ihtiyaç duyar<sup>1177</sup>. Sermaye piyasasında zamanın önemini vurgulamak için bir saniyenin bile uzun bir zaman olduğu nitelendirmesi<sup>1178</sup> dahi yapılmıştır. Bu tespiti fazla iddialı bulmakla birlikte; gerçekten, çok sayıda menfaat sahibinin mevcut bulunduğu, birçok etmenin piyasadaki arz ve talebe etkisinin söz konusu olduğu sermaye piyasasında zamanlama konusu özel bir yer tutmaktadır.

---

<sup>1176</sup> Zarar gören yatırımcıların ağır kusurunun bulunmasının sorumluluk davasına etkisi hakkında bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-C-b-bb-“Zarar Görenin Ağır Kusuru”.

<sup>1177</sup> **Paslı**, Kurumsal Yönetim, s. 251.

<sup>1178</sup> **Küçüksözen**, s. 2.

Kamuyu aydınlatma ilkesi doğrultusunda paylaşılan bilgi ve belgelerin kamuya sunulması da zamanında yapılmalıdır. Bilginin zamanında sunulması, zamanından önce veya sonra (gecikmiş olarak) verilmemesi anlamını taşır<sup>1179</sup>. Bir bilgi ya da belge; yukarıda açıklanan yanlış, yanıltıcı yahut eksik olma gibi sorumluluğa yol açan hâllere girmese bile, belgenin piyasaya geç sunulması hâlinde yine hukuka aykırılık söz konusu olur. Bu durumun, kamuyu aydınlatma ilkesi ile sağlanması hedeflenen yararlarla uymadığında ve kamuyu aydınlatma normlarının korumayı hedeflediği muhatap kitlesine zarar verici olduğunda tereddüt yoktur. Zira bilginin ortaya çıkışı ile kamuyla paylaşılması arasındaki zaman uzadıkça piyasadaki yatırımcılar arası eşitlik ortadan kalkar<sup>1180</sup>. Bu durum da kamuyu aydınlatmanın çözmeye çalıştığı temel sorunları artırma rizikosunu beraberinde getirir.

Yapılan çalışmalarda, şirket yönetimlerinin; kötü haberleri geç, iyi haberleri ise ortaya çıktıkları anda açıklama eğilimlerinin olduğu tespit edilmiştir<sup>1181</sup>. Bu da bilgi asimetrisi doğması riskini artırmaktadır. Doğru zamanda sunulmamış bilgi ihtiyaca uygun olma özelliğini kaybedebilir<sup>1182</sup>. Oysa sermaye piyasasında hedeflenen eşit şartlardaki yatırımcıların eşit işleme tabi tutulmasıdır<sup>1183</sup>. Kamuya gecikmeli şekilde sunulan bir bilginin piyasada daha önceden kullanılması tehlikesi zarar doğurucu sonuçlara sebep olabilir. Bilgiyi kullanan kişilerin zamanında bilgiye erişememesi her durumda bilginin güvenilirliğini olumsuz etkiler. Bilginin doğru zamanda açıklanmamasının hukuki sorumluluğa yol açması da bu yüzdendir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinin kamuyla paylaşılması gereken zaman, ilgili hukuki düzenlemeler ile belirlenmiştir. Bunlardan izahname ve finansal raporların yayımlanma zamanları da önem taşımakla birlikte, söz konusu belgelerin düzenlenme sebebi ile yayım süreci ve zamanı kesin bir şekilde bellidir. Buna karşın, zamanlama konusunda uygulamada sorunlara yol açması daha muhtemel olan belge özel durum açıklamalarıdır.

Bilindiği üzere, izahnamenin, sermaye piyasası araçlarının halka arzı ya da borsada işlem görmesi için hazırlanması ve yayımı öngörülmüştür. İzahnamenin yayımlanma zamanı SPK'nın İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinin 28/2. fıkrasında

---

<sup>1179</sup> **Tekinalp**, IFRS/TMS-TFRS, s. 65.

<sup>1180</sup> **Burn**, s. 145.

<sup>1181</sup> **Duman**, s. 119, 120.

<sup>1182</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 56.

<sup>1183</sup> Bkz. Birinci Bölüm-II-“Kamuyu Aydınlatma İhtiyacı” ve Birinci Bölüm-IX-1-B-a-“Yatırımcılar”. Ayrıca bkz. **Aytaç**, Yatırımcının Korunması, s. 9.

hükme bağlanmıştır<sup>1184</sup>. Anılan düzenlemeye göre “*Sermaye piyasası araçlarının halka arzı veya borsada işlem görmesi öncesinde hazırlanan ve Kurula onaylanması için sunulan izahname, Kurula başvuru tarihinden itibaren beş iş günü içinde ihraççının internet sitesinde ve ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP’ta ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde ilan edilir. İzahnamenin birden fazla belge şeklinde hazırlanması durumunda, ilan yükümlülüğü her bir belgenin Kurula sunulması ile başlar...*”. Dolayısıyla izahnamenin bu düzenlemede öngörülen sürede yayımlanmaması hukuka aykırı olacaktır.

Finansal raporların zamanlaması bakımından temel prensip; yönetim kurulunun, şirketin geçmiş hesap dönemine ait finansal tablolarını, eklerini ve yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunu, bilanço gününü izleyen hesap döneminin ilk üç ayı içinde hazırlaması ve genel kurula sunmasıdır (TTK m. 514)<sup>1185</sup>. Pay sahiplerinin TTK’da düzenlenen bilgi alma ve inceleme haklarını kullanabilmeleri için finansal tabloların, konsolide finansal tabloların ve yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunun genel kurul toplantısından en az onbeş gün önce, şirketin merkez ve şubelerinde, pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulması zorunludur (TTK m. 437/1). Bunlarla birlikte, kamuyu aydınlatma ilkesinin kapsamındaki şirketler açısından finansal raporların bildirimi ve kamuya açıklanması usul ve esasları SPK’nın II-14.1 Tebliği’nin 10-15. maddeleri arasında ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir. Tebliğin m. 10/1. fıkrasına göre “*Sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmeler, yıllık finansal raporlarıyla bunlara ilişkin Kurulun bağımsız denetim düzenlemelerinde öngörülen bağımsız denetim raporlarını; (a) Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunmadığı durumlarda, hesap dönemlerinin bitimini izleyen 60 gün, (b) Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunduğu durumlarda, hesap dönemlerinin bitimini izleyen 70 gün içinde 12 ve 12/A maddelerinde belirlenen usullere uygun olarak bildirir*”. Ayrıca Tebliğin 7. maddesinde belirtilen şirketler üç, altı ve dokuz aylık dönemler itibarıyla ara dönem finansal rapor düzenlemekle yükümlüdürler. Zamanında yapılmayan finansal raporlamanın, güvenilir olmadığı ön kabulüyle<sup>1186</sup> hukuka aykırılığa yol açacağını kabul etmek gerekir.

<sup>1184</sup> İzahnamenin ne şekilde yayımlanması gerektiği hakkında bkz. İkinci Bölüm-III-7-“İzahnamenin Yayımlanması”.

<sup>1185</sup> Finansal raporların ne şekilde yayımlanması gerektiği hakkında bkz. İkinci Bölüm-IV-4-“Finansal Raporların Yayımlanması”.

<sup>1186</sup> Tekinalp, IFRS/TMS-TFRS, s. 65.

Özel durum açıklamalarının da tıpkı izahname ve finansal raporlar gibi yukarıda açıklanan zaman ve usule uygun şekilde yapılması şarttır<sup>1187</sup>. SPK'nın II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliğinin m. 23/2. fıkrasına göre açıklamanın zamanı konusunda genel kural; bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya “derhal” açıklanmasıdır. Açıklamanın derhal yapılması, kelime anlamı itibarıyla “*çabucak*” ve “*hemen*” anlamlarına gelmekte<sup>1188</sup> ve hukuki anlamda da açıklamanın yapılması süreci için geçecek makul sürenin dışında vakit kaybetmeksizin yapılması zorunluluğunu ifade etmektedir.

Anılan düzenlemede özel durum açıklamasının “*derhal*” yapılması açıklıkla öngörülmüş olsa da, bu tür bir açıklama yapılması gerekliliğinin doğduğu anın belirlenmesi zaman zaman güçlük arz eden bir yorumu zorunlu kılmaktadır. Gelişmeler yaşanırken ne zaman açıklanması gereken bir bilginin ortaya çıktığının belirlenmesi her zaman net ve kolay değildir. Bu yönüyle şirket yöneticilerinin kötüniyeti ve yatırımcılara zarar verme kastı olmasa bile yatırımcıların zarara uğramasına bağlı bir uyuşmazlık doğabilir.

Ayrıca belirtelim ki, derhal açıklanma prensibinin II-15.1 Tebliğinde öngörülmüş iki istisnası vardır. Birinci istisna 12 ve 22. maddeler kapsamında yapılacak açıklamaların bu Tebliğin ekindeki form kullanılarak en geç işlemin gerçekleşmesini izleyen üçüncü iş günü saat 09.00’a kadar yapılmasına izin verilmesidir (II-15.1 Tebliği m. 23/3). İkinci istisnayı ise içsel bilgilerin kamuya açıklanmasının ertelenmesine izin verilen hâller oluşturmaktadır. Bu noktada, özel önem taşıyan husus, yukarıda da belirtilen<sup>1189</sup> açıklamanın ertelenmesi imkânıdır. Açıklamanın tebliğe uygun şekilde ertelendiği hâllerde hukuka aykırılık söz konusu olmayacağından hukuki sorumluluk da doğmayacaktır.

Son olarak belirtelim ki, özel durum açıklamalarının yapılma zamanı konusunun önemi, Almanya’da dava konusu olan ve AB Adalet Divanı’na (*The Court of Justice of The European Union*) da intikal eden *Markus Gelt v. Daimler AG.* kararında kendini göstermiştir. Bu dava *Daimler AG.* şirketinin geciken bir özel durum açıklamasına dayalı olarak *Markus Gelt* ve diğer bazı yatırımcılar tarafından açılmıştır. Karara konu olayda<sup>1190</sup>, Şirket CEO’sunun henüz şirketin gözetim kurulu tarafından onaylanmayan bir

<sup>1187</sup> Özel durum açıklamalarının yapılma şekli ve zamanı hakkında bkz. İkinci Bölüm-V-5-“Özel Durum Açıklamalarının Yapılma Şekli” ve İkinci Bölüm-V-6-“Özel Durum Açıklamalarının Yapılma Zamanı”.

<sup>1188</sup> Türk Dil Kurumu Sözlüğü (www.tdk.gov.tr).

<sup>1189</sup> Bkz. İkinci Bölüm-V-6-b-“Açıklamanın Ertelenmesi”.

<sup>1190</sup> *Markus Gelt v. Daimler AG.* (28.06.2012, Case C-19/11).

*Daimler AG*’nin eski CEO’su *Jürgen Schremp*’in görev süresi bitmeden gerçekleşen istifası ile ilgili süreçte yapılan kamuyu aydınlatma ile ilişkilidir. Dava konusu olayda, Şirketin CEO’su *Jürgen Schremp*,

erken istifa kararının zamanında açıklanıp açıklanmadığı uyumsuzluk konusu olmuştur. Bundan hareketle, sermaye piyasası araçlarının fiyatına etki edecek olayın (*price-relevant event*) ne zaman gerçekleştiği ve bu bağlamda özel durum açıklaması konu bilginin ne zaman kesin hâle geldiği ve açıklamanın ne zaman yapılması gerektiği tartışılmıştır<sup>1191</sup>. Daha sonra dava, AB Adalet Divanı'na taşınmıştır. BGH, AB Adalet Divanı'ndan ilgili AB Direktifi hükümleri çerçevesinde bilginin ne zaman kesinlik taşıyacağını (*precise information*) belirlenmesini istemiştir. AB Adalet Divanı, uzun süreli ve farklı aşamaları olan süreçlerde gelecekteki içsel bilginin paylaşılması öncesindeki aşamada yer alan ara dönemde gerçekleşen birbirine bağlı olayların gözardı edilmesinin bu alandaki amaçlarla bağdaşmayacağını ifade etmiştir<sup>1192</sup>. Bu bağlamda, ara aşamalarda gerçekleşen olayların özel durum açıklamasına konu edilmesi gereken kesinlikte bilgiye vücut verebileceği ve sermaye piyasası aracının fiyatına etki eden bilgi olarak nitelendirilebileceği belirtilmiştir<sup>1193</sup>. Ayrıca, bu Karar ile Direktif'te yer alan “gerçekleşmesi makul şekilde beklenebilen” (*may reasonably be expected*) bilginin varlığı için yüksek oranlı bir kesinliğin ispat edilmesinin aranmaması gerektiği kabul edilmiştir<sup>1194</sup>. Bu çerçevede, geleceğe ilişkin hususlarda ilgili zaman içerisinde, bütün faktörlerin bir arada değerlendirilmesi sonucunda, olay veya olguların meydana geleceğinin gerçekçi bir bakış açısı ile anlaşılması yeterli görülmüştür<sup>1195</sup>. *Markus Gelt v. Daimler AG.* kararı, daha

---

istifa sürecinde bu kararıyla ilgili olarak şirketin Gözetim Kurulu Başkanı'yla 2005 yılının Mayıs ayında görüşmüştür. 01 Haziran 2005'de Gözetim Kurulu'nun diğer iki üyesini de konuyla ilgili bilgilendirmiştir. 10 Temmuz 2005'de Şirket *Jürgen Schremp*'in istifası hakkında basın açıklaması ve çalışanlarına bilgi notu hazırlıkları dahi yapıldığı bilinmektedir. *Jürgen Schremp*, 13 Temmuz'da Şirketin Gözetim Kurulu Başkanlık Komitesi'yle bu kararı görüşmüş ve Gözetim Kurulu Başkanı ile 18 Temmuz 2005 tarihinde yaptıkları toplantıda yerine geçecek kişi de belirlenmiştir. Konu, 27 Temmuz'da Şirketin Gözetim Kurulu'nun önüne gelmiş ve 28 Temmuz 2005 tarihli Gözetim Kurulu toplantısında *Jürgen Schremp*'in yıl sonunda Şirket'ten ayrılacağına karar verilmiştir. Şirket bunun üzerine konuyla ilgili kararı Borsa'ya ve Almanya'da özel durum açıklamalarının iletildiği platforma iletmiştir. Bu bilginin paylaşılmasının hemen sonrasında şirket pay senetlerinin fiyatında sert bir yükseliş gerçekleşmiştir. Bu olaya ilişkin olarak kamuya yapılan bildirimin hemen öncesinde pay senetlerini satan kişiler, daha önceden kesinleşmesine rağmen açıklamanın geç yapıldığı gerekçesiyle zarara uğradıklarını iddia ederek toplamda 5.500.000 Euro'luk tazminat davası açmıştır.

<sup>1191</sup> Almanya'da görülen model davada Eyalet Mahkemesi, Gözetim Kurulu'nun 28 Temmuz tarihli kararını esas almıştır. Ancak bu Kararın temyiz edilmesi üzerine Yüksek Mahkeme tarafından önceki aşamaların dikkate alınmadığını ifade etmiştir. BGH, ilk olarak bu bilginin fiyata etki eden bilgi (*price-sensitive information*) niteliğinde olduğuna dolayısıyla içsel bilgi sayılması gerektiğini; ancak, Gözetim Kurulu CEO'nun görevden çekilme kararını onaylayana kadar bu bilginin içsel bilgi sayılabilemesinin Kurul onayının “*kuvvetle muhtemel olması*” koşuluna bağlı olduğunu vurgulamıştır (**Veil**, s. 197).

<sup>1192</sup> *Markus Gelt v. Daimler AG.*, par. 35 (28.06.2012, Case C-19/11).

<sup>1193</sup> *Markus Gelt v. Daimler AG.*, par. 38, 39 (28.06.2012, Case C-19/11).

<sup>1194</sup> *Markus Gelt v. Daimler AG.*, par. 38, 46 (28.06.2012, Case C-19/11).

<sup>1195</sup> *Markus Gelt v. Daimler AG.*, par. 51, 52, 56 (28.06.2012, Case C-19/11).

sonradan yürürlüğe konulan Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü'ndeki içsel bilgi kavramının tanımının belirlenmesini de büyük ölçüde etkilemiştir<sup>1196</sup>.

### **bb-Bilgileri Güncelleme Yükümlülüğünün İhlâli**

Kamuyu aydınlatma ilkesi, esas itibarıyla, şirketin geçmiş dönem faaliyetlerine ilişkin bilgilerle şirketin bugünü ve yarınını ilişkin bir tablo ortaya koyar. Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgiler bu bakımdan insan vücuduna yönelik tıbbi teşhislere benzetilebilir. Kişinin geçmişteki beslenme şekli, yaşam tarzı, başından geçen olaylar ve duygusal durumu başta olmak üzere geçmiş yaşamı mevcut durumunun oluşmasında belirleyicidir. Ancak, hayatta her an yeni gelişmeler olabilir ve mevcut fotoğraf her an değişebilir. İşte bu durumlarda önceki durum artık bugünün ve geleceğin yorumlanmasında yetersiz ve hatta bazen yanıltıcı nitelik arz eder. Şirketlerin aydınlatıcı açıklamaları ilgili düzenleme ve ilkelere uygun olmakla birlikte, bu belgelerin kamuya paylaşılması sonrasındaki süreçte meydana gelen ve sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin paylaşılmaması sorumluluğa yol açar.

Söz konusu tehlikenin farkında olan kanun koyucu ve idari otoriteler, birtakım düzenlemelerle bu riskin önüne geçmek istemiştir. Bu sebeple Türk hukukunda ve diğer ülkelerin hukuk düzenlerinde bilgilerin güncellenmesi yükümlülüğüne (*duty to update*, *Pflicht zur Aktualisierung*) yönelik bazı düzenlemelere yer verilmiştir<sup>1197</sup>.

Finansal raporların bir defa hazırlanmakla uzun süre geçerliliğini koruyan bir belge niteliğinde öngörülmeyp her hesap dönemine ilişkin olmak üzere yeniden hazırlanması zorunluluğunun olması bu raporlarda yer alan bilgilerin zaman içerisinde güncellenmesi gerekliliğine dayanmaktadır. Keza şirketlerin finansal raporlamalarında sadece yıllık verilerle yetinilmeyip ara dönem tablolarına ihtiyaç duyulması da ara dönemdeki gelişmeler çerçevesinde bilgilerin güncellenmesi mahiyetinde bir eylemdir. Bu bağlamda, yıllık ve ara dönem finansal raporlarının hazırlanmaması yahut yanlış,

---

<sup>1196</sup> **Veil**, s. 195. Bkz. İkinci Bölüm-V-3-A-a-bb-“AB’nin Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü’nde Yer Alan Düzenlemeler ve Türk Hukukuna Etkisi”.

<sup>1197</sup> **Hellgardt**, s. 99.

Bu yükümlülük, ABD’de, “bilgilerin tamamını verme” (*duty to speak completely*) ve “bilgileri düzeltme (*duty to correct*)” ile birlikte içtihat yoluyla kabul edilmiş üç temel kamuyu aydınlatma yükümlülüğünden biridir (**Wichmann**, s. 48, 49). Değişen durumlara rağmen piyasada hâlâ daha önce yayımlanan bilgilere güveniliyorsa bu durumda bilgilerin güncellenmesi yükümlülüğü söz konusu olacaktır (**Wichmann**, s. 48).

Türk öğretisinde de bilgilerin güncellenmesi yükümlülüğün pozitif hukukta açık bir dayanağı olmasa bile hakkın kötüye kullanılması yasağının bir sonucu olarak yine de kabul edilmesi gerektiği dile getirilmiştir (**Kütükçü**, Kamuyu Aydınlatmadan Doğan Sorumluluk, s. 59, dpn. 49).



yanıltıcı veya eksik hazırlanması hukuki sorumluluğa yol açar. Raporlama döneminden sonraki olaylar nedeniyle yapılması gereken açıklamalara ilişkin usul ve esaslara yönelik standart ise TMS 10'dur<sup>1198</sup>.

Özel durum açıklamaları özü itibarıyla yeni gelişmelerin paylaşılması anlamı taşır. Özel durum açıklamasına konu edilmiş bir hususta yeni bir gelişmenin ya da değişikliğin söz konusu olması hâlinde yeni bir özel durum açıklamasının yapılması gerekir. Bu prensip, Özel Durumlar Tebliği'nin m. 23/7. fıkrasında “*Önceden yapılmış olan özel durum açıklamalarında meydana gelen gelişmeler ve değişiklikler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulur.*” şeklinde ifade edilmiştir.

Bilgilerin güncellenmesi yükümlülüğü bağlamında asıl üzerinde durulması gereken husus, izahnamenin güncellenmesidir. Finansal raporlar ve özel durum açıklamaları sürekli kamuyu aydınlatma araçları olarak her düzenlenmesi gerektiği hâlde düzenlenmemesi “eksiklik” sebebine bağlı şekilde sorumluluğa yol açar. İzahname ise sermaye piyasası araçlarının halka arzı ya da borsada işlem görmesi için ve söz konusu hukuki sebeplerin ortaya çıkması hâlinde bu sebebe dayalı olarak bir defa hazırlanır. Bu belgenin hazırlanıp yayımlanmasından sonraki gelişmelerin eksikliğinin zarara yol açma ihtimali bulunmaktadır. Dolayısıyla bunun önüne geçilmesine yönelik düzenlemelerin ve konunun sorumluluğa etkisinin ele alınmasında fayda vardır.

Bilindiği üzere, izahname halka arz edilmek istenen sermaye piyasası aracına ilişkin bilgilerin yanı sıra şirketin geçmiş birtakım verileri etkisindeki mevcut ve güncel durumuna yer verir. Aynı zamanda, şirketin geleceğe yönelik beklentileri ve risk faktörleri ile kâr tahmin ve beklentileri de izahnamede yer bulur. İzahnamedeki bilgiler, düzenlendiği dönemin gerçeklerini yansıtır. Ancak, daha sonra meydana gelen olayların ve yapılan hukuki işlemlerin de kamuyu aydınlatmanın muhatapları tarafından bilinmesi gerekmektedir.

Kanun koyucu, izahname ile kamuya açıklanan bilgilerde, satışa başlanmadan önce veya satış süresi içinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişiklik veya yeni hususların ortaya çıkması durumlarında gerekli ek ve değişikliklerin yapılmasını öngörmüştür (SerPK m. 8, II-5.1 Tebliği m. 24)<sup>1199</sup>. İzahname üzerinde SerPK m. 8 çerçevesinde sonradan yapılması gereken ekleme ve değişikliklerin yapılmaması hâlinde yapmama niteliğindeki bu fiil dolayısıyla da sorumluluğun

<sup>1198</sup> “Raporlama Döneminden Sonraki Olaylar” (RG. 06.06.2018, S. 30443, mükerrer).

<sup>1199</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-8-“İzahname Üzerinde Değişiklikler”.

doğacağı<sup>1200</sup> yukarıda açıklanmıştır<sup>1201</sup>. Bununla birlikte, izahnamede kanun koyucunun öngördüğü şekilde ekleme ve/veya değişiklik yapılması hâlinde bu belgenin değişiklikle aldığı son durum yine izahnamenin bizatihi kendisi hâline geleceğinden yapılan değişikliklerin yanlış, yanıltıcı yahut eksik bilgi içermesi durumlarında da sorumluluğun doğması kaçınılmazdır<sup>1202</sup>.

Görüleceği üzere, kanun koyucu, oluşturduğu bu düzende ek ve değişikliklerin yapılması gerekliliğini “*satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişiklik veya yeni hususların ortaya çıkması*” hâli için kabul etmiş; ancak, satış süresinin sona ermesi sonrası süreç için izahnamenin güncellemesi yükümlülüğünü öngörmemiştir. Bu bağlamda, sadece 6362 sayılı SerPK ile izahname için kabul edilen oniki aylık geçerlilik süresi içerisinde yeniden halka arz yapılmak istenmesi hâlinde gerekli ek ve değişikliklerin yapılmasını zorunlu tutmuştur.

6362 sayılı SerPK ile izahnameye geçerlilik süresi tanınması AB hukuku ile uyumlu bir tercihtir. Bu noktada gözden geçirilmesi gereken husus ise izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde bu belgenin içerdiği bilgilerde değişiklik meydana gelmesi hâlinde -yeni bir halka arz yapılmak istenmese dahi- izahnamenin güncellenmesi gerekliliğinin öngörülmesinin gerekip gerekmediğidir. Bizi bu soruya götüren, kamuyu aydınlatmanın günümüzde geline nokta tek seferlik bir faaliyet olarak görülmemesi ve özellikle de SerPK m. 32/4. fıkrasında<sup>1203</sup> yer alan illiyet bağı karinesidir. SerPK m. 32/4. fıkrası aynı zamanda kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin özel hükümler kapsamında tazmin edilecek zarara yönelik bir tanım ortaya koymaktadır. Bu konular aşağıda özel olarak ele alınacaktır<sup>1204</sup>. Yine de, şimdilik belirtmekte yarar vardır ki, kanun koyucunun izahname ile yatırımcıların uğradıkları zarar arasındaki illiyet bağının varlığını izahnamenin geçerlilik süresi boyunca karineten kabul etmesi ve bu fıkra çerçevesindeki zarar tanımında da izahnamenin geçerlilik süresini kriter olarak

<sup>1200</sup> Assmann, WpPG, s. 619, 636.

<sup>1201</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-1-“Fiil”.

<sup>1202</sup> Bunlar içinde özellikle şartların değişmesinin daha muhtemel olduğu geleceğe yönelik açıklamaların güncellenmesinin özel bir yer tuttuğu ifade olunmaktadır (**Kütükçü**, Kamuyu Aydınlatmadan Doğan Sorumluluk, s. 59).

<sup>1203</sup> “Yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren izahnamenin geçerlilik süresi boyunca; diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin ise kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra, ilk halka arzdan veya borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine yatırımcıların malvarlıklarında zarar meydana gelmesi hâlinde bu maddeye göre ileri sürülecek tazminat talepleri açısından kamuyu aydınlatma belgesi ile zarar arasında illiyet bağı kurulmuş sayılır.”.

<sup>1204</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-“İllyet Bağı Karinesi” ve Dördüncü Bölüm-I-4-C-“Tazminatın Belirlenmesi”.

kullanması izahnameyi salt birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi olmaktan çıkarmaktadır<sup>1205</sup>. Bu noktada izahname, ikinci el piyasada da hukuki sorumluluğa yol açan bir belge hâline gelmektedir<sup>1206</sup>. O hâlde bu belgenin sorumluluğa yol açtığı oniki aylık süre boyunca güncel tutulması gerekliliğinin doğduğunu da kabul etmek gerekir.

Konu ile ilgili önem taşıyan bir düzenleme SPK'nın yayımladığı tek belgeden ibaret pay izahnamesi format ve kılavuzunda yer alan *“Daha önce yapılmış kar tahminleri ile bu tahminlerin işbu izahname tarihi itibarıyla hala doğru olup olmadığı hakkında bilgi”* başlığı altında yer verilen *“İhraççının halen geçerli olan bir izahnamesinde bir kar tahmini yayınlanmışsa, bu tahminin işbu izahname tarihi itibarıyla hala doğru ve geçerli olup olmadığını belirten bir açıklama yapılmalıdır ve tahmin artık geçerli değilse neden geçersiz olduğu belirtilmelidir.”* ifadesidir (14.5). SPK'nın izahname format ve kılavuzundaki bu yaklaşımı, izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde sürekli olarak güncel tutulması yönündeki düşüncemizi doğrulamaktadır.

İzahnamede yer alan bilgilerin güncellenmesi yükümlülüğünün yalnızca izahnamenin yayımına kadar mı mevcut olduğu yoksa bu tarihten sonra da mı gerekli olacağı Alman hukukunda tartışılmıştır. Bu ülkede izahnameden doğan sorumluluğun sadece birinci el piyasada sermaye piyasası aracı satın alanlara karşı değil aynı zamanda izahnamenin geçerlilik süresinde yani yayımından itibaren altı ay içerisinde gerçekleşen ikinci el piyasa işlemlerinde de uygulama alanına sahip olduğu ifade edilmektedir<sup>1207</sup>. Bu sebeple altı aylık süre içerisinde izahnamenin eksik ve yanlış hâle gelmesine sebebiyet verecek gelişmeler olması durumunda bunlarla ilgili ekleme ve değişikliklerin yapılması yükümlülüğünün (*Nachtragspflicht*) bulunduğu kabul edilmektedir<sup>1208</sup>.

Son olarak belirtelim ki, onaylı bir izahnamenin yayımı sonrasında yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişiklik veya yeni hususların ortaya çıkması hâlinde durumun ihraççı ya da halka arz eden tarafından en uygun haberleşme vasıtasıyla derhâl Kurula bildirilmesine yönelik yükümlülüğün (SerPK m. 8) ihlâli, usulsüz halka arz faaliyeti teşkil etmez. Nitekim, Alman hukukunda da değişikliklerin işlenmesi yükümlülüğünün ihlâli hâlinde izahname yayım yükümlülüğünün yerine getirilmediğinde uygulama alanı bulan hükmün (eski WpPG 24; yeni WpPG § 14) uygulanmasına sebebiyet vermeyeceği ve bu durumun yanlış ya da eksik bilgilendirmeden doğan

<sup>1205</sup> Bkz. İkinci Bölüm-II-“Birinci ve İkinci El Piyasalar Yönünden Kamuyu Aydınlatma Belgelerinin Sınıflandırılması”.

<sup>1206</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-II-3-B-“İkinci El Piyasa İşlemleri Dolayısıyla”.

<sup>1207</sup> **Veil**, s. 304.

<sup>1208</sup> **Assmann**, WpPG, s. 620; **Groß**, s. 462, 463.

sorumluluk (eski WpPG § 21, § 22; yeni WpPG § 9, § 10) kapsamına gireceği kabul edilmektedir<sup>1209</sup>.

## **cc- Geleceğe Yönelik Değerlendirmelerden Hukuki Sorumluluk**

### **aaa- Kavram**

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde oluşturulan bilgiler bir yönüyle şirketin geçmişine ilişkin hafızasını diğer taraftan ise geleceğe yönelik vizyonunu ortaya koyar. Şirketin geçmişi esas alınarak üretilen ve mevcut durumu yansıtan bilgilerin yanı sıra geleceğe ilişkin bilgiler de şirketin daha önceden ihraç ettiği ya da hâlihazırda ihraç etmekte olduğu sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkiler<sup>1210</sup>. Bu türden bilgiler geçmişe yönelik bilgilerin bir anlamda tamamlayıcısıdır.

Şirketin geleceğine yönelik bilgiler; şirkete ilişkin tahminler, beklentiler, değer yargıları, projeksiyonlar, planlar, hedefler gibi hususları kapsayan bir üst kavramdır. Şirketin karşı karşıya olduğu riskler ve fırsatlar ile gelecek planları ve beklentileri de bu kategori altındadır. Geleceğe yönelik değerlendirmelerden doğan hukuki sorumluluğu ele almadan önce bu tür bilgilerin izahname, finansal raporlar ve özel durum açıklamalarında nasıl bir yer tuttuğuna kısaca değinilmesi ve sonrasında sorumluluğa ilişkin hukuki durumun belirlenmesi isabetli olacaktır.

Kamuyu aydınlatma belgeleri arasında özellikle izahname, yasal tanımı gereği şirketin geleceğine yönelik beklentilerini ve sermaye piyasası aracına bağlı hak ve risklere ilişkin bilgileri içermek zorundadır (SerPK m. 3/1.j). SPK'nın yayımladığı tek belgeden ibaret pay izahnamesi format ve kılavuzunda öngörülen hususlara bakıldığında “*Geleceğe Yönelik Açıklamalar*” önemli bir yer tutmaktadır. “*Risk Faktörleri*” ile “*Kâr Tahminleri ve Beklentileri*” ve “*Eğilim Bilgileri*” de konu ile doğrudan alakalıdır. SPK'nın izahname format ve kılavuzunda; geleceğe yönelik değerlendirmelerin hangi esaslarla belirlenip ortaya konulacağına ilişkin olarak “*Risk Faktörleri*”nin 5 nolu, “*Eğilim Bilgileri*”nin 13 nolu, “*Kâr Tahminleri ve Beklentileri*”nin<sup>1211</sup> ise 14 nolu başlık

<sup>1209</sup> Assmann, WpPG, s. 674.

<sup>1210</sup> Geleceğe yönelik bilgilerin, şirket değerinin doğru saptanabilmesi ve kredibilitesinin belirlenebilmesi açılarından da esas alınabileceği değerlendirilmesi hakkında bkz. Çelik, Şirket Demokrasisi, s. 58, 59.

<sup>1211</sup> Kâr tahmini, “*cari ve/veya takip eden hesap dönemleri için muhtemel kar veya zarar seviyesine ilişkin bir rakamın veya asgari veya azami bir rakamının açıkça ya da dolaylı olarak veya gelecekte elde edilebilecek kar veya uğranabilecek zararların hesaplanabileceği verilerin belirtilmesi*”ni; kâr beklentisi ise “*Sona ermiş, ancak sonuçları henüz yayınlanmamış olan bir hesap dönemi için kar ya da zarar rakamının tahmin edilmesi*”ni ifade eder. Bu nedenle, kâr tahminleri kâr beklentilerine göre daha çok belirsizlik taşımakta ve varsayımlara dayanmaktadır (Tek Belgeden İbaret Bir Pay İzahnamesi Format ve Kılavuzu, 14.1).

altında düzenlendiği görülmektedir. Şu hâlde, bu tür bilgilerin hukuka aykırılık taşıyıp taşımadığı belirlenirken söz konusu düzenlemenin dikkate alınması doğru olacaktır.

Finansal raporlar, esasen şirketin geçmişindeki faaliyet ve işlemlerinin sonuçlarına göre üretilen bilgileri içerir. Öte yandan, geleceğe yönelik bilgilerin de finansal raporlarda yer bulabildiği söylenebilir. Özellikle ihtiyatlılık ilkesi gereği geleceğe dair birtakım hususlar finansal tablolara yansıtılabilmektedir. SPK'nın II-14.1 sayılı Tebliğine göre “*Ara dönem faaliyet raporlarında, bu madde kapsamında yıllık faaliyet raporlarında yer verilmesi gereken hususlardan, ara dönemi ilgilendiren önemli olaylar ile bunların finansal tablolara etkilerine ve hesap döneminin geri kalan kısmı için bu hususlardaki önemli risk ve belirsizliklere yer verilir.*” (m. 8/3). KGK tarafından ilgili uluslararası standardın çevirisi yapılmak suretiyle yayımlanan “*Muhasebe Tahminlerinin ve İlgili Açıklamaların Bağımsız Denetimi*” başlıklı Bağımsız Denetim Standardı (BDS) 540<sup>1212</sup>, denetçinin, finansal tabloların denetiminde muhasebe tahminleri ve ilgili açıklamalara yönelik sorumlulukları düzenlenmiştir. Bu BDS, ilgili BDS'lerin muhasebe tahminleri ve ilgili açıklamalara ilişkin olarak nasıl uygulanacağı konusunda yükümlülükler içermekte ve rehberlik sağlamaktadır. Böylece söz konusu Standart geleceğe yönelik muhasebe tahminlerini de konu almış olmaktadır. Bu düzenlemede ayrıca, muhasebe tahminleri ve ilgili açıklamalara ilişkin yanlışlıkların değerlendirilmesine yönelik hüküm ve açıklamalar ile yönetimin muhtemel taraflılığına ilişkin göstergelere de yer verilmiştir.

Yine KGK tarafından yayımlanan “İleriye Yönelik Finansal Bilgilerin İncelenmesi başlıklı Güvence Denetimi Standardı 3400”ün üç ilâ beşinci paragraflarında yer verilen bilgiler konu ile ilgili yol gösterici niteliktedir. Bu düzenlemeye göre “ileriye yönelik finansal bilgiler”in, “*gelecekte meydana gelebilecek olaylar ve işletmenin muhtemel eylemleriyle ilgili varsayımlara dayanan finansal bilgiler*”i ifade ettiği, söz konusu finansal bilgilerin büyük ölçüde subjektif nitelikte olduğu ve hazırlanmasının önemli ölçüde muhakeme kullanılmasını gerektirdiği vurgulanmıştır. Keza ileriye yönelik finansal bilgilerin bir tahmin veya projeksiyon (öngörü) niteliğinde olabileceği veya bu ikisinin bir birleşimi olabileceği belirtilmiş<sup>1213</sup> ve örnek olarak “*bir yıllık tahmin*

---

<sup>1212</sup> RG. 31.12.2019, S. 30995, dördüncü mükerrer.

<sup>1213</sup> “Tahmin”, “*yönetimin bilgilerin hazırlandığı tarih itibarıyla gerçekleştirmeyi beklediği faaliyetlerle (en iyi tahmine dayalı varsayımlar) ve yönetimin meydana gelmesini beklediği geleceğe ilişkin olaylarla ilgili varsayımlara dayalı olarak hazırlanan ileriye yönelik finansal bilgiler anlamına gelir.*”.

“Projeksiyon” (Öngörü), “*aşağıdaki esaslara dayalı olarak hazırlanan ileriye yönelik finansal bilgiler anlamına gelir: (a) Kesin olarak meydana gelmesi beklenmeyen geleceğe ilişkin olaylara ve yönetimin eylemlerine ilişkin hipoteze dayalı varsayımlara (örneğin; bazı işletmelerin kuruluş aşamasında olması*

artı beş yıllık bir projeksiyon gibi her ikisinin bileşimi” şeklinde olabileceğine yer verilmiştir.

Geleceğe yönelik değerlendirmeler, özel durum açıklamaları açısından II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği ile Özel Durumlar Rehberinde VI nolu başlık altında özel olarak ele alınmıştır<sup>1214</sup>. Tebliğe göre “geleceğe yönelik değerlendirmeler”, “*Geleceğe ilişkin içsel bilgi niteliğindeki plan ve tahminleri içeren veya yatırımcılara ihraççının gelecekteki faaliyetleri ile finansal durumu ve performansı hakkında fikir veren değerlendirmeleri*” ifade eder (m. 4/1.d). Tebliğin 10. maddesinde geleceğe yönelik değerlendirmelerin kamuya açıklanmasının zorunlu olmadığı düzenlenmiş olmakla beraber ihraççılar tarafından geleceğe yönelik değerlendirmelerin kamuya açıklanmak istenmesi hâlinde bu maddede belirtilen esaslara uyulmasının zorunlu olduğu hükme bağlanmıştır<sup>1215</sup>.

#### **bbb- Hukuki Sorumluluk**

Görüleceği üzere, geleceğe yönelik değerlendirmeler; izahname, finansal raporlar ve özel durum açıklamalarının üçü açısından da ayrı ayrı önem taşımaktadır. Bu tür bilgiler yanlış, yanıltıcı ve eksik olması durumlarında hukuki sorumluluğa yol açabilmekle birlikte<sup>1216</sup>, nitelikleri gereği farklılık arz eden hususları içinde barındırmaktadır. Bu bağlamda, özellikle bir bilginin yanlış ya da yanıltıcı olup olmadığının ölçüsünün farklı şekilde değerlendirilmesi zorunluluğu karşımıza çıkmaktadır<sup>1217</sup>. Geleceğe ilişkin değerlendirmelerin bu kriterler açısından özellik arz eden yönlerine geldiğimizde yabancı hukuk sistemlerindeki durumdan yararlanmak işlevsel olacaktır.

---

veya faaliyetlerinin niteliğinde önemli değişimi planlıyor olması gibi hâllerde) veya (b) En iyi tahmine ve hipoteze dayalı varsayımların bir bileşimine Bu tür bilgiler, söz konusu bilgilerin hazırlandığı tarih itibarıyla, ilgili olaylar ve eylemlerin meydana gelmiş olması hâlinde ortaya çıkacak muhtemel sonuçları gösterir (“böyle olursa” senaryosu).”.

<sup>1214</sup> Söz konusu düzenlemedeki “değerlendirme” kavramının “öngörü”lerle sınırlı olduğu düşüncesi için bkz. **Manavgat**, HAAO, s. 221. Özel Durumlar Rehberi’nde bunların “projeksiyonlar”, “tahminler”, “varsayımlar”, “öngörüler”, “planlar”, “beklentiler”, “niyetler”, “amaçlar” ve “stratejiler” şeklinde olabileceği ifade edilmiştir (Başlık VI, s. 26).

<sup>1215</sup> Bkz. İkinci Bölüm-V-3-A-e-“Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler”.

<sup>1216</sup> Geleceğe yönelik bilgilerin de sorumluluğa yol açan önemli nitelikte bilgi olarak kabul edilebileceği konusunda bkz. **Wichmann**, s. 41.

<sup>1217</sup> **Groß**, s. 446; **Wichmann**, s. 41.

ABD hukukunda önceleri geleceğe yönelik tahmin ve öngörülerin paylaşılmasına karşı çıkmıştır<sup>1218</sup>. Uzun tartışmalar ve yapılan çalışmalardan sonra 1979 yılında *Rule 175*'in yürürlüğe konulmasıyla geçmişe dayanan verilerle yeterince desteklenmesi koşuluyla geleceğe yönelik açıklamaların (*forward-looking statement*) kamuya paylaşılmasına izin verilmiş; kapsamı ve yapıma şekilleri ile bu türden açıklamaların hangi durumlarda sorumluluk doğuracağı belirlenmiştir<sup>1219</sup>. Daha sonra şirketlerin bu tür beyanlarında ihtiyatlı davranmaları gerekliliği ağırlık kazanmış ve *Bespeaks caution doktrini*<sup>1220</sup> çerçevesinde 1995 tarihli Reformla (PSLRA) bu esneklik ortadan kaldırılmıştır. Bu çerçevede, belgenin yayımlandığı zamanda bilinen ve kamuya açıklanmamış hususların yapılan gerçek tahminlere aykırı şekilde açıklanmasını aldatıcı ve sorumluluk doğurucu nitelikte açıklama olarak nitelendirilmiştir<sup>1221</sup>. Yürürlükteki hukuka bakıldığında, *Rule 175*'e göre planlanan gelir ve giderler, kazanç ve kayıplar, kâr payları ve temettüleri ile ilgili öngörü ve tahminlerin; (1) makul bir temele dayanarak yapılmadığı veya teyit edilmediği ya da (2) ihraççının kötüniyetli olduğu durumlarda sorumluluk doğuracağı düzenlenmiştir.

Almanya'da da bilhassa izahnameden doğan sorumluluk bağlamında özellikle geleceğe yönelik tahminlerin ve diğer bilgilerin kamunun aydınlatılmasında özel bir yer tuttuğu ve ilgili hükümler bağlamında sunulması gereken bilgilerin eksikliğinin sorumluluğa yol açacağı belirtilmektedir<sup>1222</sup>. Geleceğe dair tahmin ve beklentilerin yanlış olduğunu tespit etmenin güçlüğü vurgulanmakta ve bunların makul olmadığı ya da fiili ve olağan duruma dayanmadığı, ticari anlamda güvenilir nitelikte olmadığı hâllerde yanlış olarak kabul edileceği öğretilir<sup>1223</sup> ve yargı kararlarında<sup>1224</sup> benimsenmiştir. Her ne kadar öngörüler nitelikleri gereği gerçekleşmesine ilişkin bir garantiyi içermeseler de bu türden bilgilere yer verilmesi gerektiği hâlde eksiklikleri hukuki sorumluluk doğurmaya elverişlidir<sup>1225</sup>. Alman hukukunda ayrıca mevcut olan gerçeklik temelinde kabul edilebilir

---

<sup>1218</sup> Bu dönemde izahnamede tahminlerin yer verilmesinin uygun görülmediği hakkında bkz. **Kulms**, s. 1114.

<sup>1219</sup> **Easterbrook/Fischel**, s. 696; **Kulms**, s. 1114.

<sup>1220</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Langevoort, D. C.**: Disclosures That “Bespeak Caution”, *The Business Lawyer* 1994, Vol. 49, s. 481-503; **Wichmann**, s. 41.

<sup>1221</sup> **Kulms**, s. 1116; **Hellgardt**, s. 84; **Wichmann**, s. 44.

<sup>1222</sup> **Assmann**, WpPG, s. 626.

<sup>1223</sup> **Wagner, K. R.**: Prospekthaftung bei fehlerhaften Prognosen, *NZG* 2010, s. 857; **Veil**, s. 303; **Assmann**, WpPG, s. 623; **Groß**, s. 450; **Langenbucher**, s. 307.

<sup>1224</sup> BGH, Urt. vom 12-07-1982 - II ZR 175/81 (*NJW* 1982, s. 2823-2827); BGH, Urt. vom 31.05.2010 - II ZR 30/09 (*NZG* 2010, s. 869-873). İlgili diğer kararlar için bkz. **Wagner**, Prospekthaftung, s. 858.

<sup>1225</sup> **Kulms**, s. 1115.

özellikle olmayan değer yargılarının ortaya konulmasından doğan zararların da tazmininin gerektiği ifade edilmektedir<sup>1226</sup>. Bu bağlamda, örneğin izahnamenin ihraççının gelir beklentileri hakkında gerçekçi olmayan bir fotoğrafı yansıtması da sorumluluğa yol açabilecek bir durum olarak görülmektedir<sup>1227</sup>.

İsviçre’de ise açık ve net tahminlerin ortaya konulması gerektiği bunların somut olgu ve gerçekliklere dayanmadığı, abartılı ve aşırıya kaçan beklentiler sunularak ticari ya da ekonomik anlamda gerçeklikler ile öngörülerin ayrıldığı hâllerde hukuka aykırılığın söz konusu olacağı kabul edilmekteydi<sup>1228</sup>. Yakın zamanda yürürlüğe konulan FIDLEG’de de geleceğe ilişkin önemli nitelikteki perspektiflerin yanlış ya da yanıltıcı olmasından hareketle sorumluluğa yol açması için bilgilerin genel kabulün aksine ya da gelecekteki (muhtemel) gelişmelerin içerdiği belirsizliğe hiçbir atıfta bulunmaksızın verilmiş olması gerektiği düzenleme altına alınmıştır (m. 69/3).

Hukukumuzda kamuyu aydınlatma belgelerinde geleceğe yönelik bilgilerden doğan sorumluluğa ilişkin olarak ABD ve İsviçre hukukunda olduğu gibi özel bir hükme yer verilmemiştir. Dolayısıyla Alman hukukunda olduğu şekilde mevcut kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk rejimi içerisinde bu tür bilgilerin niteliğine uygun yorum yapılarak bir sonuca varılması gerekir. Bu bağlamda, geleceğe yönelik değerlendirmelerin yanlış, yanıltıcı yahut eksik olup olmadıkları değerlendirilirken bu türden bilgilerin üretilip kamuya açıklandıkları dönemdeki<sup>1229</sup> maddi gerçekliklerin sorumluluğa yol açacak ölçüde kopuk olup olmadıkları dürüstlük kuralları çerçevesinde dikkate alınmalıdır.

Belirtmekte yarar vardır ki, şirket yönetiminin geleceğe yönelik planlamaları açısından tamamen asılsız ve hayal ürünü planların ortaya konulması sorumluluğa yol açar. Öte yandan, gelecek tahminlerinin bilgi kullanıcıları tarafından değerlendirilmesinde genellikle yöneticilerin tahminlerinin iyimser olduğu kabul edilmektedir<sup>1230</sup>. Şirketin tahmin ve öngörülerini belirtirken aşırı çekingen ya da alçakgönüllü davranması gibi bir gereklilik yoktur<sup>1231</sup>. Sorumluluğa ilişkin değerlendirmede de, bu ön kabulün dikkate alınması isabetli olabilir. Şu hâlde, geleceğe yönelik değerlendirmelerde maddi gerçekliklerden kötünietli şekilde

---

<sup>1226</sup> **Watter**, s. 1620.

<sup>1227</sup> **Veil**, s. 302.

<sup>1228</sup> **Watter**, s. 1620; **Lenoir**, s. 120-125.

<sup>1229</sup> **Wagner**, Prospekthaftung, s. 857.

<sup>1230</sup> **Çelik**, Şirket Demokrasisi, s. 60.

<sup>1231</sup> **Watter**, s. 1620.



oluşturulan bir kopukluk söz konusu olmaması koşuluyla, sınırlı bir iyimserliğin tolare edilebilmesi gerçekçi bir çözüm yolu olabilir.

Geleceğe yönelik değerlendirmelerden doğan sorumluluk konusunda değinilmesi gereken bir diğer husus SPK'nın izahnamede geleceğe ilişkin açıklamalara dair yatırımcıları uyarıcı nitelikte bir açıklamaya<sup>1232</sup> yer verilmesini zorunlu tutmasıdır. Bu açıklama, geleceğe ilişkin bilgilerin kesin olmadığı hakkında yatırımcıların dikkatini çekmeye ve yanıltmalarını engellemeye yöneliktir. Söz konusu açıklamaya izahnamede yer verilmemesi ise eksiklik sebebine dayalı olarak hukuki sorumluluğun doğmasına yol açar. İzahnamede uyarıcı açıklama mevcut olsa da, geleceğe ilişkin açıklamaların yanlış, yanıltıcı ya da eksik olması sebeplerine dayalı olarak hukuka aykırılık taşıyabileceği unutulmamalıdır.

Hâl böyle iken doğası gereği gerçekleşmesi şüpheli vakıaların gerçekleşmemesinden doğrudan sorumluluk doğmamalıdır. Örneğin, başarılı bir spor kulübünün sermaye piyasası aracını halka arz etmek amacıyla düzenlediği izahnamede kulüp takımlarının faaliyette bulunduğu branşlarda şampiyonluk beklentisine yer vermesi doğaldır. Bu beklentinin, niteliği gereği gerçekleşmeme olasılığı herkesçe bilineceği için söz konusu bilgi aldatıcı nitelikte kabul edilemez. Dolayısıyla bu beklentinin gerçekleşmemesi hukuki sorumluluğa yol açmayacaktır. Yine de, bu konudaki ifadelerin yatırımcıyı yanıltıcı nitelikte olmaması gerektiği unutulmamalıdır.

Sonuç olarak, geleceğe yönelik bir değerlendirmenin ilerleyen zamanda gerçekleşmemesi, mutlak olarak sorumluluğa yol açacak bir hukuka aykırılık olarak görülmemelidir. Kuşkusuz, bu tespit hiçbir durumda sorumluluğun doğmayacağı anlamına da gelmemektedir. Bu bağlamda, yabancı ülkelerin yukarıda yer verilen düzenlemeleri ve öğretide ileri sürülen görüşler kriter olarak kabul edilerek değerlendirme yapılması uygun olacaktır.

### **C- Hukuka Aykırılığın Tespitinde Esas Alınması Gereken Yatırımcı Düzeyi**

Kamuyu aydınlatma belgelerinde somutlaşan bilgilerin üretilmesi ve yazıya dökülmesi her belgenin teknik gereklilikleri çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Ancak, belgede yer alan bilgilerden sorumluluk doğmasına yol açacak hukuka aykırılık bağının

---

<sup>1232</sup> “Bu izahname, ‘düşünülmektedir’, ‘planlanmaktadır’, ‘hedeflenmektedir’, ‘tahmin edilmektedir’, ‘beklenmektedir’ gibi kelimelerle ifade edilen geleceğe yönelik açıklamalar içermektedir. Bu tür açıklamalar belirsizlik ve risk içermekte olup, sadece izahnamenin yayım tarihindeki öngörülerini ve beklentileri göstermektedir. Birçok faktör, ihracının geleceğe yönelik açıklamalarının öngörülenden çok daha farklı sonuçlanmasına yol açabilecektir.”.

mevcut olup olmadığı belirlenirken bilgi kullanıcılarının algı düzeyinin dikkate alınması gerekir.

Esas alınması gereken yatırımcı düzeyi konusunda değişik ülkelerde farklı görüşler ileri sürülmüştür. Bu konuda ABD’de verilen kararlar, diğer ülke uygulamalarına yön vermiştir. ABD Temyiz Mahkemesi, 1968 tarihli *Securities Exch. Com'n v. Texas Gulf Sulphur* kararında<sup>1233</sup>, makul/ortalama yatırımcının (*reasonable man*) esas alınması gerektiğini vurgulamıştır. Federal Yüksek Mahkeme düzeyinde ise 1976 tarihli *TSC Industries Inc v. Northway Inc.* kararında bu konuda değerlendirme yapılırken yine aynı kavramı ifade etmek üzere ortalama bir dikkat ve özene sahip yatırımcı (*average prudent investor*) ifadesine yer verilmiş ve bu kavramın esas alınmasının aynı zamanda bilginin önemlilik özelliğine sahip olması ön koşulunun aranması ile uyum içerisinde bir standart olarak görülmüştür<sup>1234</sup>. Sonrasında 1988 tarihli *Basic Inc. v. Levinson* kararında da *TSC Industries Inc v. Northway Inc.* kararında benimsenen yaklaşım kabul edilmiştir<sup>1235</sup>.

Konu Almanya’da da tartışılmış ve bilgisiz bir küçük yatırımcıdan alanında uzman bir kişiye kadar olmak üzere geniş yelpazede görüşler ileri sürülmüştür<sup>1236</sup>. Ancak, öğreti ve içtihatlarca benimsenen görüş ortalama yatırımcının (*durchschnittlichen Anleger, vernünftiger Anleger, reasonable investor*) esas alınması yönündedir<sup>1237</sup>.

Ayrıca belirtelim ki, AB kural koyucusunun İzahname Direktifi’nde bu belge için öngördüğü *kolaylıkla analiz edilebilir* ve *anlaşılır olma* gerekliliğinin de ortalama yatırımcıdan beklenen vasıfların belirlenmesinde bir veri olarak değerlendirilebileceği ifade olunmuştur<sup>1238</sup>. Yalnız, bilgilerin kolaylıkla analiz edilebilir ve anlaşılabilir olma niteliklerinden piyasadaki bütün aktörlerin belgede yer alan bütün bilgileri anlayabilmesi beklenemez.

Konuyla ilgili olarak ABD ve Alman hukukundaki görüşlerin Türk hukuk öğretisine de yansıdığı görülmektedir. Nitekim, kamuyu aydınlatma belgesinde yer alan

---

<sup>1233</sup> 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

<sup>1234</sup> *TSC Industries Inc v. Northway Inc.*, par. 439, 445 [426 U.S. 438 (1976)].

<sup>1235</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, par. 234-236 [485 U.S. 224 (1988)].

<sup>1236</sup> **Groß**, s. 447.

<sup>1237</sup> **Assmann**, WpPG, s. 615 vd.; **Groß**, s. 447; **Langenbucher**, s. 302-303, 306; **Grunewald/Schlitt**, s. 238; **Veil**, s. 303. İlgili içtihatlar için bkz. NJW 1982, S. 2823, 2824; AG 2005, s. 851, 852; WM 1994, s. 294, 295.

<sup>1238</sup> **Assmann**, WpPG, s. 617.

bilgilerin zarar doğurmaya elverişli olup olmadığı belirlenirken ortalama/makul yatırımcının dikkate alınması gerektiği kabul edilmektedir<sup>1239</sup>.

Ortalama/makul yatırımcı, dürüstlük kuralları çerçevesinde belirlenir<sup>1240</sup>. Şu hâlde, bilginin tasarruf sahiplerinin yatırım kararlarına etkisi bağlamında ele aldığı yatırımcı kavramında somut olaydaki davacının ne düşündüğü önemli olmayacak ve ortalama yatırımcının algı düzeyi dikkate alınacaktır. Bu bağlamda, ortalama yatırımcı algısının, objektif bir kavram olarak düşünülmesi gerekliliği doğmaktadır<sup>1241</sup>. Bilançoju okuyabilen ancak alanında uzman bir kişi olması beklenmeyen bir kişidir<sup>1242</sup>. Ortalama yatırımcı, piyasa kural ve uygulamaları hakkında ortalama bilgi sahibi, aralıklarla da olsa sermaye piyasasında yatırım yapan kişi olarak da ifade edilmiştir<sup>1243</sup>.

Esas alınacak yatırımcı düzeyine ilişkin olarak yapılacak tercih, çeşitli yarar ve sakıncaları birarada barındırmaktadır. Ortalama yatırımcı seviyesinin üstündeki bir tercih, bilginin piyasada esas itibarıyla kurumsal yatırımcılar tarafından takip edilip algılandığına yönelik görüşlere uygun olabilir. Ancak, bu takdirde hukuki sorumluluğun işletilmesi güçleşir. Buna karşılık, ortalama yatırımcı seviyesinin altındaki bir tercih, yatırımcıları daha fazla korumacı bir yaklaşımla hukuki sorumluluk maliyetinin ihraççılara daha fazla yüklenmesine neden olur. Sermaye piyasasında taraflar arasındaki menfaat dengesinin dikkatle sağlanması ve tercihlerde ölçülü belirlemelerin yapılması<sup>1244</sup>, kamuyu aydınlatmadan beklenen yararların gerçekleşmesi bakımından daha isabetlidir. Bu yüzden, yerleşik ve ölçülü kabul edilebilecek bu esasın Türk hukukunda da uygulanması yerinde olacaktır.

Son olarak belirtelim ki, kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun doğması için ortalama yatırımcı düzeyinin esas alınması gerekliliği genellikle

---

<sup>1239</sup> **İhtiyar**, s. 89-91; **Manavgat**, HAAO, s. 198; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 124; **Uçar**, s. 122; **Gözüyeşil**, s. 264; **Kütükçü**, Kamuyu Aydınlatmadan Sorumluluk, s. 41, 46; **Keskin**, s. 113; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 449.

İşleme dayalı manipülasyon çerçevesinde yapılan aynı yönlü değerlendirme için bkz. **Manavgat**, İşleme Dayalı Manipülasyon, s. 118-126.

<sup>1240</sup> **Manavgat**, TMK m. 3 çerçevesinde iyiniyetin tespiti açısından kullanılan özen borcu ölçütlerinin yatırımcı düzeyinin belirlenmesine ışık tutabileceğini belirtmiştir (**Manavgat**, HAAO, s. 232; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 124).

<sup>1241</sup> **Kütükçü**, Kamuyu Aydınlatmadan Sorumluluk, s. 41, dpn. 9; **Manavgat**, İşleme Dayalı Manipülasyon, s. 118, 119.

<sup>1242</sup> **Langenbucher**, s. 306.

<sup>1243</sup> **Manavgat**, HAAO, 232; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 124; **Keskin**, s. 113.

<sup>1244</sup> Bkz. Birinci Bölüm-VI-2-“İlkenin Kapsamı” ve Üçüncü Bölüm-I-1-B-“Sorumluluğun Özel Hükümlere Tabi Kılınmasının Nedenleri”.

sorumluluğa yol açan hukuka aykırılık hâlleri arasında bir ayırım yapılmaksızın kabul edilse de, kanaatimizce *yanlışlık* yatırımcının algı düzeyi ile ilgili değildir. Nesnel gerçekliğe objektif anlamda uygun olmayan her bilgi yanlıştır. Bu tür bilgilerin “önemli” bir başka deyişle yatırımcıların yatırım kararlarında esas alınabilecek nitelikte olması hukuki sorumluluğun doğması için yeterlidir. Unutulmamalıdır ki, belgenin içerdiği yanlış bilginin önemli nitelikte olup olmadığı belirlenirken de ortalama yatırımcı dikkate alınır<sup>1245</sup>.

Belge veya bilginin *eksikliği* açısından ise ilgili mevzuat gereği düzenlenmesi gereken bir belgenin düzenlenmemesi ya da ilgili mevzuat çerçevesinde belgede yer alması gereken bir bilgiye yer verilmemesi yatırımcının algı düzeyiyle ilgili değildir. Ancak, belgenin içeriğinde şeklen birtakım bilgilere yer verilmesine rağmen gerçek durumun eksiksiz şekilde ortaya konulup konulmadığına yönelik değerlendirmede yatırımcının algı düzeyi önem taşıyabilir.

Son olarak, yatırımcının algı düzeyinin en fazla önem taşıdığı durumun *yanıltıcılık* hâli olduğu söylenebilir. Zira, yanıltıcılık, bilginin gerçeklik hakkında mevcut durumdan farklı bir algı doğurmaya elverişli olup olmadığı belirlenirken öznel değerlendirme rizikosunun kendini en fazla gösterdiği hâldir. Bu takdirde bilginin yatırımcıyı objektif anlamda yanıltıcı nitelikte olduğunun belirlenmesi ancak ve ancak objektifleştirilmiş bir yatırımcı ölçütü ile mümkün olmaktadır.

#### **D- Hukuka Aykırılığın Değerlendirilme Zamanı**

Kamuyu aydınlatma belgelerinin hukuka aykırılık taşıyıp taşımadığı belirlenirken hangi zaman dilimindeki (*Beurteilungszeitpunkt*) nesnel gerçekliklerin dikkate alınması gerektiği konusu hayati önemdedir<sup>1246</sup>. Zira ticaret hayatının sürekli yeni gelişmelere açık olması, özellikle sermaye piyasasında hızlı değişimleri beraberinde getirmektedir. Bu durum kamunun sürekli olarak aydınlatılmasına yarayacak kamuyu aydınlatma belgelerini ve birtakım belgelerin güncellenmesi gerekliliklerini<sup>1247</sup> doğurmuş olsa da, geçmişte verilen bir bilginin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olmasından hareketle sorumluluğa yol açıp açmayacağı belirlenirken doğru zaman dilimi dikkate alınmalıdır.

<sup>1245</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-a-bb-“Bilginin ‘Önemli’ Olmasının Anlamı”.

<sup>1246</sup> Assmann, WpPG, s. 618-620.

<sup>1247</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-e-bb-“Bilgileri Güncelleme Yükümlülüğünün İhlâli”.

İzahnameden doğan sorumlulukta hukuka aykırılık bağına yol açan nedenler açısından yapılacak değerlendirmede izahnamenin yayım zamanı esas alınmalıdır<sup>1248</sup>. Bu tespit izahnamede yer alan bütün bilgiler açısından geçerlidir. Geçmişe yönelik bilgilerin yanı sıra izahnamedeki öngörüler ve diğer türden geleceğe yönelik bilgilerin doğruluğu açısından da izahnamenin yayım tarihindeki bilgi seviyesi dikkate alınarak değerlendirme yapılması gerektiğinden<sup>1249</sup> kamuyu aydınlatma belgelerinin yayım tarihinde sahip olunması beklenmeyen yahut imkânsız olan bir öngörünün farklı şekilde paylaşılması dolayısıyla hukuki sorumluluk doğmayacaktır.

İzahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde ise belgenin kamuya sunulma zamanı dikkate alınmalıdır. Bu belirlemenin sebebi olarak da sonradan ortaya çıkan bilgilerin belgenin yanlış, yanıltıcı yahut eksik olup olmadığına ilişkin değerlendirmeye etki etmemesi gerektiği gösterilmiştir<sup>1250</sup>.

Bilginin ortaya koyduğu vakıanın yanlış, yanıltıcı yahut eksik olup olmadığı açısından esas alınması gereken zaman bilginin yayımlandığı zaman dilimidir. Yalnız, şirketin kamuyu aydınlatma belgesini güncelleme yükümlülüğü mevcut olmasına rağmen bunun yapılmamasının da sorumluluğa yol açacağı unutulmamalıdır. Belgenin güncellenme yükümlülüğünün mevcut bulunduğu zaman diliminde de, bu yükümlülüğün doğma anına kadar geçen zaman içerisindeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olmaması gerektiği dikkate alınacaktır<sup>1251</sup>.

## E- İzahname Özetinden Doğan Hukuki Sorumluluk

İzahnamenin kapsamlı, uzun ve ayrıntılı teknik bilgileri içeren bir belge olması, izahname özetine ihtiyaç duyulmasına yol açmıştır. Bu belgede, ihraççı ve sermaye piyasası aracı hakkında özellikle bireysel yatırımcılar tarafından yatırım tercihleri yapılırken dikkate alınan kilit bilgiler (*key information*) sunulmaktadır<sup>1252</sup>.

İzahname özetinden hukuki sorumluluğa ilişkin esaslara, AB düzenlemeleri yön vermiştir. 2003 tarihli İzahname Direktifi'nin ilk hâlinde özetin hukuki sorumluluk doğurmasından kaçınılmış olduğu ifade edilmiştir<sup>1253</sup>. Direktif'in ilk hâlinde yalnızca

---

<sup>1248</sup> Assmann, WpPG, s. 621; Grunewald/Schlitt, s. 237; Watter, s. 1621. *Groß* ise belgenin düzenlenme ya da yayım zamanının dikkate alınması gerektiğini ifade etmiştir (*Groß*, s. 450). Kanaatimizce alternatifli belirleme yapılması belirsizlik yaratabileceğinden konunun önemi gereği isabetli bir yaklaşım olmaz.

<sup>1249</sup> *Groß*, s. 450.

<sup>1250</sup> *Groß*, s. 450.

<sup>1251</sup> *Watter*, s. 1621.

<sup>1252</sup> İzahname Tüzüğü *Rc. par.* 28.

<sup>1253</sup> *Veil*, s. 300.

izahname özetine dayalı olarak hukuki sorumluluğun doğmayacağı ve özetin izahnamenin diğer bölümleriyle birlikte okunduğunda yanıltıcı, yanlış ve tutarsız olması hâlinde sorumluluğun söz konusu olacağı düzenlenmiştir (m. 6.2). Direktif’te 2010 yılında yapılan değişiklikle yatırımcıların yatırım kararlarına etki edecek kilit bilgileri içermemesi de sorumluluk doğurucu bir hâl olarak düzenlemeye eklenmiştir. Ayrıca bu özel hukuki durumun belirtildiği açık bir uyarıya özette yer verilmesi öngörülmüştür. İzahname Tüzüğü’nde izahname özetine verilen önem daha da artmış ve özetin şekli ve kapsamına ilişkin esaslar müstakil bir madde ile ayrıntılı olarak düzenlenmiştir (m. 7). İzahname özetinden doğan sorumluluk konusunda ise İzahname Direktifi’nin son hâlindeki düzenleme içerik olarak aynen ancak kategorilendirme yapılarak kabul edilmiştir (m. 11/2).

Türk hukukunda izahname özetinden doğan hukuki sorumluluk, SerPK’da özel olarak düzenlenmemiş<sup>1254</sup>; İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği’ne bırakılmıştır. Bu düzenlemede “*İzahnamenin diğer kısımları ile birlikte okunduğu takdirde özetin yanıltıcı, hatalı veya tutarsız olması durumu hariç olmak üzere, sadece özete bağlı olarak ilgililere herhangi bir hukuki sorumluluk yüklenemez.*” ifadesine yer verilmiştir (m. 25/3).

Tebliğin m. 13/11. fıkrasında ise “*Özette ilave olarak;*

a) *Özetin izahnameye bir giriş olarak okunması ve yatırım kararlarının izahnamenin bütününe incelenmesi suretiyle verilmesi gerektiğine,*

b) *İzahnamenin diğer kısımları ile birlikte okunması durumunda özetin yanıltıcı, hatalı veya tutarsız olması halinde, Kanun uyarınca ilgililerin hukuki sorumluluğunun bulunduğu*

*ilişkin uyarılar da yer alır*” şeklinde bir düzenleme yer almaktadır. Uyarı ile amaçlanan yatırım kararının sadece izahname özetine dayalı olarak alınmaması gerektiği ve bütün izahnamenin göz önünde bulundurulmasının gerekli olduğudur<sup>1255</sup>.

Görüleceği üzere, Tebliğ’de yer alan bu düzenlemeler AB Direktifi’nin ilk hâliyle uyumlu olmakla birlikte, 2010 değişikliği ile Direktif’e eklenen ve son olarak İzahname Tüzüğü ile de benimsenen düzenlemeyi içermemektedir.

Öte yandan, hukuki sorumluluğa ilişkin bu şekildeki bir özel sınırlamanın Kanun yerine Tebliğ’le yapılması doğru olmamıştır. Zira kişinin malvarlığında haksız ve hukuka aykırı bir eksilme doğması hâlinde bunun tazminini sağlamaya yönelik talebi temel hak

<sup>1254</sup> Kanunda yalnızca özetin “*ihraççıya, varsa garantöre, garantinin niteliğine ve ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin temel özellik, hak ve riskleri içerecek şekilde kısa, açık ve anlaşılır*” ifadelerden oluşması gerektiği hükme bağlanmıştır (m. 4/4).

<sup>1255</sup> **Veil**, s. 295.

ve özgürlük niteliğinde olup Anayasa'nın 13. maddesi gereği bu hakkın ancak kanunla sınırlanması mümkündür. Kaldı ki, tebliğ niteliğinde bir düzenlemeyle bu düzenlemenin dayanağı olan kanunda yer almayan bir sınırlama getirilmesi de normlar hiyerarşisiyle bağdaşmaz. Bu takdirde, izahname özetinde yer alan bir bilgiden zarara uğrayan bir yatırımcıya karşı davalı tarafından bu düzenlemenin öne sürülmesi hâlinde davacının da normlar hiyerarşisine ve Anayasa'ya aykırılık iddiasında bulunabilmesi mümkündür. İsviçre ve Almanya'da izahname özetinden hukuki sorumluluğun kanunla özel olarak düzenlenmesi de bu düşüncemizi doğrulamaktadır (FIDLEG 69/2; WpPG 12/2.5, mülga WpPG 23/2.5).

#### **F- Kamuyu Aydınlatma Belgesinde Yer Alan Açıklamaların Bütününün Dikkate Alınması Gerekliği**

Kamuyu aydınlatma belgesinin içerdiği bilgilerin yatırımcılar için yanıltıcı ya da aldatıcı olup olmadığı değerlendirilirken bilginin niteliği ve yatırımcının algı düzeyinin yanı sıra önem taşıyan bir diğer kıstas da belgede yer alan açıklamaların bütününün esas alınması prensibidir. Bu açıdan yapılması gereken, bütün bilgilerin ayrı ayrı doğru veya yanlışlık değerlendirmesi kadar bir bütün olarak bıraktığı genel izlenimin (*Gesamteindruck*, *Gesamtbild*) yatırım kararına etkisinin göz önünde bulundurulmasıdır<sup>1256</sup>.

Sorumluluğun hukuka aykırılık şartının gerçekleşip gerçekleşmediği belirlenirken belgenin bütününün dikkate alınması gerekliği esas itibarıyla dürüstlük kurallarının bir sonucudur. Hukuk düzeni, belgenin bütününden doğru bilgiye gerektiği ölçüde ulaşabilmenin mümkün olduğu durumlarda dava açma hakkının kötüye kullanımına izin vermemektedir. Etkin sermaye piyasası teorisi çerçevesinde de, yatırımcıların yatırım kararlarını alırken kendilerine sunulan bilgilerin bütününü dikkate aldıkları varsayılmaktadır (*total mix of information*)<sup>1257</sup>. Öte yandan bu yaklaşım yatırımcılara aynı zamanda belgenin bütününü dikkatle inceleme konusunda bir özen yükümlülüğü yüklemektedir.

<sup>1256</sup> **Langenbucher**, s. 306; **Assmann**, WpPG, s. 633, 634; **Wichmann**, s. 41, 42; **Richter**, s. 52. Türk hukukunda aynı yönde yapılan değerlendirme için bkz. **Manavgat**, HAAO, s. 230, 231; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 123, 124; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 118.

<sup>1257</sup> **Dennis**, s. 386 vd.; **Wichmann**, s. 41, 42; **Richter**, s. 52. Bu esas, ABD Federal Yüksek Mahkemesi'nin 1976 tarihli *TSC Industries Inc v. Northway Inc* kararında bilginin önemli olması gerekliği bağlamında da dile getirilmiştir [426 U.S. 438 (1976), par. 449]. Ayrıca bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-a-bb-“Bilginin ‘Önemli’ Olmasının Anlamı”.

Bu gereklilik, bütün kamuyu aydınlatma belgeleri için geçerli kabul edilmeli ise de esas itibarıyla izahname için ön plana çıkmaktadır. Bu tespit, izahnamenin diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden farklı olarak şirket içinde bulunduğu duruma ilişkin bütün bir resmin ortaya konulmasına yarayan<sup>1258</sup> ve kapsamı daha geniş olması dolayısıyla içerisinde birbirinden farklı yönlerde bilginin olması daha muhtemel bir belge olmasından kaynaklanmaktadır. Nitekim, İzahname Tüzüğü'nün m. 7.5 ikinci paragrafın (b) bendinde bu belge açısından sorumluluk belirlenirken *izahnamenin bütününe dikkate alınması gerektiği* vurgulanmıştır. Bununla birlikte, İzahname Tüzüğü'nün gerekçesinde de bu duruma işaret edilmiştir (*Rc. par. 28*). Ayrıca, Tüzüğün yerini aldığı İzahname Direktifi'nde de aynı yönde bir hüküm bulunmaktaydı (m. 5.2.b).

Açıklamaların bütününe göz önünde bulundurulması prensibinin uygulanmasında dikkate alınması gereken önemli bir nokta olarak açıklama bütününe fiziki anlamda tek bir belge olmasının zorunlu olup olmadığı konusudur. Yalnız, belgenin farklı yerlerinde ve yalnızca birinin doğru olduğu farklı bilgilerin mevcut olması hâlinde açıklamanın bütününe dikkate alınması gerekliliğinden hareketle sorumluluğun doğmayacağı söylenemez<sup>1259</sup>. Sorumluluğun doğmaması için açıklamanın bütününe dikkate alındığında, yatırımcı açısından objektif anlamda yanıltıcı nitelikte olmadığı net bir biçimde anlaşılabilir.

Şu hâlde ortalama bir yatırımcı, bir kamuyu aydınlatma belgesinin bütününe doğru ve yeterli bilgiye ulaşabiliyorsa, birtakım basit (adî) nitelikli yanlışlıklar, hukuka aykırılığın varlığı için yeterli olmayacaktır. Ancak, belgenin farklı yerlerinde aynı konu için farklı bilgilerin yer aldığı durumlarda, doğru bilgi ortalama yatırımcı tarafından duraksamaya yol açmadan anlaşılabilir ölçüde açık olması gereklidir<sup>1260</sup>.

Açıklamanın içeriğinde mevcut birtakım yanlış ya da eksik noktalardaki sorun söz konusu açıklamanın diğer bazı bölümlerindeki bilgilerle giderilebiliyorsa, bu durum objektif anlamda aldatıcı nitelikte olmadığı sürece sorumluluğun doğmaması gerekir. Açıklamaların bütününe dikkate alınması gerekliliği esas itibarıyla izahnameden doğan sorumluluk bağlamında ortaya konulmuş bir ilkedir<sup>1261</sup>. Ancak, bu yaklaşımın temelini dürüstlük kurallarına ve özellikle de hakkın kötüye kullanılması yasağına dayanması dolayısıyla niteliğine uygun düştüğü bütün kamuyu aydınlatma belgeleri için de geçerli olduğu kabul edilmelidir. Bu bağlamda, hukuka aykırılığın mevcut olması için ilgili

<sup>1258</sup> **Wagner**, Schadensberechnung, s. 506.

<sup>1259</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 231.

<sup>1260</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 231.

<sup>1261</sup> **Assmann**, WpPG, s. 633, 634.



kamuyu aydınlatma belgesinin bir bütün olarak değerlendirmeye tabi tutulması uygun olacaktır.

### 3- Kusur

#### A- Anlamı ve Türleri

Kusur (*fault, Schuld*), hukuka aykırı davranışa yönelik bir iradeyi ifade etmesinin yanı sıra zararın bir başkasına tazmin ettirilmesinin bir anlamda ön koşuludur<sup>1262</sup>. Bu yönüyle kusur, oluşan zararın tazmin gerekliliğinin haklı sebebinin oluşturmaktadır. Türk sorumluluk hukukunda kusur kavramının kanuni bir tanımına yer verilmemiş<sup>1263</sup>; anlamının ve türlerinin belirlenmesi öğreti ile uygulamaya bırakılmıştır. Kusur, en yalın ifadeyle, hukuka aykırı sonucun istenmesi veya bu sonucu istememekle birlikte hukuka aykırı davranıştan kaçınma iradesinin yeterince kullanılmamasıdır<sup>1264</sup>. Bu tanım, kusuru alt türleriyle ifade eden bir tariftir. Aynı zamanda kusur, hukuk düzeninin uygun görmediği bir davranış olmakla birlikte<sup>1265</sup>, hukuka aykırılıktan ayrı ve bağımsız bir unsur olarak kabul edilmektedir<sup>1266</sup>.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta kusurlu davranış, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yürürlüğe konulan düzenlemelere aykırı hareket edilmesinden doğar. Kusurun mevcut olup olmadığının belirlenmesi, her somut olayın koşullarına göre değerlendirilir. Kuşkusuz, kusurun belirlenmesi açısından sorumluluk hukukunun temel prensiplerinden yararlanılacaktır. Bununla birlikte, şirketler ve sermaye piyasası hukukunun özellikleri dikkate alınarak genel sorumluluk esaslarından farklı bir bakış açısına sahip olunması da zorunludur. Bu durum kusurun belirlenmesinde olduğu gibi sorumluluktan kurtulma imkânlarında da kendini gösterir.

Kusur; kast (*intend/scienter, Vorsatz*) ve ihmal (*negligence, Fahrlässigkeit*) olarak ikiye ayrılmaktadır. Kusurun ağırlığı ve türü, kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluğun zorunlu bir unsurunun anlaşılmasının yanı sıra sorumluluktan kurtulma imkânları ve birden fazla kişinin sorumlu tutulduğu durumlarda rücu ilişkileri açısından da önem taşır.

<sup>1262</sup> **Tandoğan, H.:** Kusura Dayanmayan Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku, Ankara 1981, s. 1.

<sup>1263</sup> TBK Tasarısı'nda yer verilen ancak daha sonra Tasarı'dan çıkartılan bir tanıma göre kusur, “*bir davranışın hukuk düzenince kınanacak biçimde kasten veya ihmal suretiyle gerçekleşmesidir*” (Bkz. **Baysal**, s. 58, 59).

<sup>1264</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 55.

<sup>1265</sup> **Kılıçoğlu**, s. 407.

<sup>1266</sup> **Eren**, Genel Hükümler, s. 593.

## a- Kast

Özel hukukta kast, genel olarak hukuka aykırı sonucun fail tarafından bilerek istenmesi olarak ifade edilmektedir<sup>1267</sup>. İlgili hukuk normlarıyla korunan menfaatlerin bilerek ve istenerek ihlâlinin söz konusu olduğu kast, kusurun en ağır derecesi olarak kabul edilmektedir<sup>1268</sup>.

Kastın söz konusu olabilmesi için *bilme* ve *isteme* unsurlarının varlığı gereklidir. “Bilme” unsuru, konumuz özelinde kamuyu aydınlatma belgesinin yukarıda aktarılan sorumluluk doğurucu bir hukuka aykırılığı içerdiğine vâkıf olma; “isteme” ise ortaya çıkacak hukuka aykırı sonucun arzu edilmesi anlamına gelir. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma belgelerinde bilerek ve isteyerek hukuka aykırılık yaratan kişiler, kast niteliğinde bir kusura sahip olacaklardır.

Bilginin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olduğunun bilinmesi, gerçek durumun hatalı bir şekilde sunulduğunun farkında olunması ve bilginin doğru şekilde sunulmasına ilişkin hukuki yükümlülüklerle aykırı hareket edildiğinin bilinmesini gerektirir<sup>1269</sup>. Sorumlu tüzel kişiler açısından bu durum bünyesindeki ilgili gerçek kişinin bilgisini ifade eder<sup>1270</sup>.

Hemen belirtelim ki, failin sorumlu tutulabilmesi için doğabilecek bütün zararların öngörülmesi ve istenmesi aranmamakta, hukuka aykırılık bilinci ve isteğinin bulunması yeterlidir<sup>1271</sup>. Dolayısıyla sorumlu kişilerin *yatırımcıların zarar görmesini istemezdim* gibi bir savunma yapması kuşkusuz hiçbir hukuki değer taşımaz.

Kast açısından kişinin gereken özeni gösterip göstermediğinin incelenmesine gerek görülmemektedir<sup>1272</sup>. Bilerek ve isteyerek hareket eden bir kişi açısından gerekli özen ölçüsünün sağlanıp sağlanmadığının irdelenmesine ihtiyaç yoktur; zira bu kişi her durumda kusurludur. Ancak, aşağıda incelenecek olan ihmal durumunda kişiyi kusurlu kılan onun gösterdiği yahut göstermediği özendir<sup>1273</sup>.

## b- İhmal

İhmal, hukuka aykırı sonucun meydana gelmemesi için koşulların gerekli kıldığı özenin gösterilmemesidir. Bu bağlamda, hukuka aykırı sonucun öngörülüp o sonuca

<sup>1267</sup> Oğuzman/Öz, s. 56; Eren, Genel Hükümler, s. 596, 597; Kılıçoğlu, s. 409; Baysal, s. 66-68.

<sup>1268</sup> TBK Tasarısı’nda yer verilen ancak daha sonra Tasarı’dan çıkartılan bir tanıma göre kast, “zararlı sonucun doğumunu öngörerek ve isteyerek davranmaktır.” (Bkz. Baysal, s. 59).

<sup>1269</sup> Assmann, WpPG, s. 653, 654; Seiler/Singhof, s. 644.

<sup>1270</sup> Seiler/Singhof, s. 644.

<sup>1271</sup> Oğuzman/Öz, s. 57.

<sup>1272</sup> Baysal, s. 60.

<sup>1273</sup> Baysal, s. 60.

yönelik bir hareket tarzının istenerek kabul edilmesi değil, bu sonucun bilinmesine rağmen özen eksikliği içinde bulunulması söz konusudur<sup>1274</sup>. Bir diğer ifadeyle, ihmal hukuka aykırı davranıştan kaçınma iradesini yeterince kullanmamaktır<sup>1275</sup>.

Özensiz davranılarak ihmalî şekilde bir başkasının zarara uğratılmasının da bir seçim olduğu ve zarar verme yönünde bir irade olarak kabulü gerektiği öğretide ifade edilmektedir<sup>1276</sup>. İhmalin mevcudiyeti belirlenirken kişinin bu konuda kanundan ya da sözleşmeden kaynaklı bir davranış yükümlülüğü altında bulunması gerekir. Bu yükümlülük söz konusu değilse bir fiilin gereği gibi gerçekleştirilmemesi dolayısıyla ihmalin varlığından bahsedilemez. Kamuyu aydınlatma ilkesi de içerdiği düzenlemeler çerçevesinde, belirli kişilere belirli kamuyu aydınlatma belgeleri ile belirli nitelikteki bilgilerin belirli usul ve esaslara uygun şekilde yayımlanması yükümlülüğünü yüklemiştir.

Her ne kadar ihmal terimi bir durum karşısında hareketsiz kalmayı (yapmamayı) çağrışırsa da, ihmal niteliğindeki hareket tarzının gerçekleştirilen bir eylemden de ileri gelebileceği gözden uzak tutulmamalıdır. Dolayısıyla kamuyu aydınlatmada ihmal, belgenin hiç düzenlenmemesi ya da belgenin içermesi gereken bilgilerden birine yer verilmemesiyle sınırlı düşünülmemelidir. İlgili belgenin ve bilginin mevcut olduğu bir durumda ihmal yoluyla yanlışlık ya da yanıltıcılık söz konusu olabilir.

Kast açısından kişinin gereken özeni gösterip göstermediğinin incelenmesine gerek görülme de, ihmal durumunda kişiyi kusurlu kılan onun gösterdiği yahut göstermediği özendir<sup>1277</sup>. Belirlenen özen seviyesinin altında kalan davranış şeklinin söz konusu olduğu hâllerde ihmal söz konusu olacak ve kişi kusurlu sayılacaktır.

İhmalin var olup olmadığı belirlenirken ilgili kişilerin subjektif durumlarından bağımsız objektif bir özen ölçütü esas alınır. Ancak, esas alınacak objektif özen ölçütü somut olayın özellikleri ve ilgili kişinin statüsü ekseninde şekillenir. Genel anlamıyla dikkate alınması gereken ölçüt; dürüstlük kuralları çerçevesinde kişinin bulunduğu zamansal ve mekansal şartlarda bulunan aynı yaş, cinsiyet, mesleki ve fiziksel koşullara sahip makul orta zekalı kişi özenidir<sup>1278</sup>. Bazı durumlarda kanun koyucu, somut olayın özelliklerine göre özel ihtiyaçlarla dürüstlük kuralları çerçevesindeki makul özen

---

<sup>1274</sup> Kılıçoğlu, s. 409. TBK Tasarısı'nda yer verilen ancak daha sonra Tasarı'dan çıkartılan bir tanıma göre ihmal, "zararlı sonucu istememekle beraber doğmaması için durumun gerektirdiği ve kendisinden beklenen özeni göstermemektir" (Baysal, s. 59).

<sup>1275</sup> Oğuzman/Öz, s. 55, 58.

<sup>1276</sup> Baysal, s. 56.

<sup>1277</sup> Kılıçoğlu, s. 408, 409; Baysal, s. 60.

<sup>1278</sup> Baysal, s. 69.

ölçütünden daha ağır belirlemeler öngörmektedir. Ticaret hayatının özel gereklilikleri çerçevesinde kabul edilen birtakım yüksek özen ölçütleri de bunların başında gelmektedir. Tacirlerin ticari işletmeleri ile ilgili faaliyetlerinde *basiretli bir iş adamı gibi hareket etme yükümlülüğü* bu konudaki en tipik örnektir (TTK m. 18/2)<sup>1279</sup>. Ayrıca, TTK'nın anonim şirket yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli üçüncü kişiler için öngördüğü *tedbirli bir yönetici özeni*<sup>1280</sup> de dürüstlük kurallarının üstünde bir esastır<sup>1281</sup>.

Kanun koyucu, ne SerPK'da ne de TTK'da kamuyu aydınlatma belgelerine özel bir ölçüt belirlemiştir. Bu noktada, sorumlu kişiler açısından, yapılan işin niteliği ve konumları bağlamında kendi içerisinde objektif esaslara göre değerlendirme yapılmalıdır. Her şeyden önce, sorumlu kişinin ticaret şirketi olduğu hâllerde tacir sıfatından dolayı *basiretli bir iş adamı gibi hareket etme yükümlülüğünün* altında bir seviyenin mazur görülebilmesi mümkün değildir. Aracı kurum, bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme şirketleri açısından da tacir olmalarının bir sonucu olarak basiretli bir işadamı gibi hareket etme yükümlülüğü dikkate alınmalıdır<sup>1282</sup>. Bu çerçevede sorumlu tüzel kişiler alanının uzmanı bir kişinin dikkat ve özenine sahip olmalıdır. Kamuyu aydınlatma ilkesine tabi şirketin yönetim organı konumunda bulunan kişilerin gerekli özeni gösterip göstermedikleri açısından da *tedbirli bir yönetici özeninin* esas alınması uygun olacaktır<sup>1283</sup>.

<sup>1279</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Bozer/Göle**, Ticari İşletme Hukuku, s.; 105, 106; **Arkan, S.**: Ticarî İşletme Hukuku, 26. Bası, Ankara 2020, s. 153-155.

<sup>1280</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. **Çamoğlu (Poroy/Tekinalp)**, I, s. 419-424; **Kendigelen**, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, s. 259-261; **Akdağ Güney, N.**: Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 2. Baskı, İstanbul 2010, s. 84-87.

<sup>1281</sup> Ayrıca bkz. TTK m. 202/1.d. TTK'da tedbirli bir yönetici özeninin yanı sıra “*tedbirli bir tacir*” (m. 928/2), “*tedbirli bir donatan*” (m. 1073), “*tedbirli bir kaptan*” (m. 1088), “*tedbirli bir taşıyan*” (m. 1141/2, 1178/1,4) özeni gibi ölçütler de yer almaktadır.

<sup>1282</sup> 2499 sayılı mülga SerPK döneminde aracı kurumların hukuki sorumluluklarında basiretli bir işadamı gibi davranma yükümlülüğü ölçütü dikkate alınması gerektiği hakkında bkz. **Ünal, O. K.**: Aracı Kurumlar, Ankara 1997, s. 275; **Ari, Z.**: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sivas 1996, s. 72.

<sup>1283</sup> **Meral**, SerPK m. 32/3 çerçevesinde genel olarak “*tedbirli bir yönetici ölçütü*”nün kullanılması gerektiğini savunmuştur (**Meral**, Hukuki Sorumluluk, 398 vd). Şirketin yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli üçüncü kişiler için kabul etmekle birlikte, diğer sorumlular açısından bu ölçütün kullanılmasının uygun olmadığı kanaatindeyiz.

Tedbirli yönetici özeninin, bir taraftan özen ölçüsü getirirken diğer taraftan da hukuki sorumluluğa etki edecek kusurun mevcut olup olmadığının belirlenmesinde kullanılabileceği hakkında bkz. **Çamoğlu (Poroy/Tekinalp)**, I, s. 432.

Daha somut ifade etmek gerekirse, özen yükümlülüğünün ihlâl edilip edilmediği belirlenirken sorumlu kişilerin ilgili mevzuat hükümleriyle kendilerine verilen görev ve sorumlulukların dikkate alınması gerekir<sup>1284</sup>.

Önemle belirtelim ki, maddi kamuyu aydınlatma normları ihmalin söz konusu olup olmadığının belirlenmesinde göz önünde bulundurulmalıdır. İzahname için SPK'nın İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği ile İzahname ve İhraç Belgesi Format ve Kılavuzları; finansal raporlar için ilgili muhasebe standartları; özel durum açıklamaları için Özel Durumlar Tebliği ve Özel Durumlar Rehberi sorumluluğun doğup doğmamasına dair yargılamalarda dikkate alınabilecek normlar sunmaktadır. Ayrıca, bu konuda belirleme yapılırken sermaye piyasasının fonksiyonlarının korunması gerekliliği ve yatırımcıların korunması ilkesi de gözden uzak tutulmamalıdır. Gerekli özenin gösterilip gösterilmediğine somut olayın koşullarının bu bağlamda değerlendirilmesiyle karar verilecektir.

### c- Ağır İhmal-Hafif İhmal Ayrımı

İhmal, kendi içinde ağır ihmal ve hafif ihmal şeklinde ayrıma tabi tutulmaktadır. SerPK m. 32/3 fıkrasında<sup>1285</sup> sorumluluktan kurtulma olanağı düzenlenirken ihmalin türüne göre bir ayırım yapılarak bu ayrıma önemli bir hukuki sonuç bağlanmış ve hafif ihmale dayalı olarak sorumluluktan kurtulma olanağı düzenlenmiştir<sup>1286</sup>. Bu sebeple kamuyu aydınlatma belgelerinde ihmalin derecesinin belirlenmesi özel önem taşımaktadır.

Sorumluluk hukukunda genel kural kusurun türleri arasında sorumluluğun doğması açısından bir fark yaratılmamasıdır<sup>1287</sup>. Zira kusurun hafif bir hâlinin de ağır kusura göre daha kapsamlı zararlara yol açabildiği bilinmektedir<sup>1288</sup>. Ancak, kanunda açıkça öngörülen bir istisnanın mevcudiyeti dolayısıyla hafif ihmalden sorumluluğun doğmayacağı kabul edilmiştir<sup>1289</sup>. Kanun koyucunun bu yaklaşımı izahname ve diğer

<sup>1284</sup> Aracı kurumların özen yükümlülüğü belirlenirken ilgili mevzuat hükümleriyle öngörülen yükümlülüklerin dikkate alınması gerektiği hakkında bkz. **Sönmez**, s. 106.

<sup>1285</sup> “Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgi eksikliğinin kast veya ağır ihmallerinden kaynaklanmadığını ispatlayan kişiler sorumlu olmaz”.

<sup>1286</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-3-D-“Kusuru İspat Yüğü” ve Dördüncü Bölüm-I-3-E-“Sorumluluktan Kurtulma Olanağı”.

<sup>1287</sup> **Kılıçoğlu**, s. 408; **Baysal**, s. 65, 66.

<sup>1288</sup> **Tandoğan**, Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku, s. 2

<sup>1289</sup> Dördüncü Bölüm-I-3-E-“Sorumluluktan Kurtulma Olanağı”.

kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun doğması için kast veya ağır ihmalin arandığı Alman hukukuna paraleldir<sup>1290</sup>.

Her makul insanın aynı durum ve koşullar altında göstermesi gereken makul özenin gösterilmemesi ağır ihmal; dikkatli ve tedbirli bir insanın göstermesi gereken özenin gösterilmemesi ise hafif ihmal olarak nitelendirilmektedir<sup>1291</sup>. Ağır ve hafif ihmal arasındaki sınır genel olarak bu şekilde çizilmektedir. Bu belirleme kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk açısından değerlendirilirken, şirketler ve sermaye piyasası hukukunun özellikleri de göz önünde bulundurulmalıdır. Yukarıdaki kabul bağlamında, ağır ihmal açısından *her makul insan* ifadesinin tüzel kişi tacirler açısından *her basiretli işadamı*; yönetim organı açısından *her tedbirli yönetici* olarak yorumlanması uygun olacaktır.

Hafif ihmal açısından da buna paralel bir bakış açısı geliştirilmelidir. İhmalin hafif olduğunun tespiti için kişinin içinde bulunulan şartlar çerçevesinde kayda değer bir dikkat ve özen göstermesine rağmen kendisinden beklenebilecek bütün dikkat ve özeni göstermemesi bir kriter olarak kullanılmaktadır<sup>1292</sup>. Ayrıca, bilinçli ihmal olarak da adlandırılan muhtemel sonuçların öngörülmesine rağmen dikkat ve özende söz konusu olan eksiklik ya da tedbirsizlik de ağır ihmalin bir türü olarak değerlendirilmektedir<sup>1293</sup>.

İhmalin derecelendirilmesi her olayda somut olayın koşulları dikkate alınarak gerçekleştirilir<sup>1294</sup>. Kendisinden beklenen makul özenin ciddi şekilde ihmal edildiği hâllerde kusur daha ağır ve belirgin niteliktedir<sup>1295</sup>. Yalnız, bu konudaki standardın somut olayda söz konusu olan kişilerin kusurunun ağırlığı belirlenirken kişisel durumlarının ve uzmanlıklarının dikkate alınması uygun olacaktır<sup>1296</sup>. Bu konuda Alman öğretisinde yaygın şekilde vurgulanan husus, durum değerlendirilirken sorumlu kişi ya da kişilerin bilginin kaynağına ne kadar yakın olduğu da dikkate alınmalı; bilgiye en yakın konumda bulunan kişiler en yüksek özen ölçütüne tabi olmaktadır<sup>1297</sup>. İhraççı dışındaki

---

<sup>1290</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 417.

<sup>1291</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 58-60; **Eren**, Genel Hükümler, s. 602; **Kılıçoğlu**, s. 409; **Baysal**, s. 70.

<sup>1292</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 58, 59.

<sup>1293</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 59.

<sup>1294</sup> **Grunewald/Schlitt**, s. 240; **Seiler/Singhof**, s. 645.

<sup>1295</sup> **Veil**, s. 306.

<sup>1296</sup> **Veil**, s. 306.

<sup>1297</sup> **Grunewald/Schlitt**, s. 240; **Groß**, s. 473; **Seiler/Singhof**, s. 645, 646.

sorumluların özen yükümlülüğünün derecelendirilmesinde hukuki statüleri ve faaliyetlerinin niteliğinin dikkate alınması gerekir<sup>1298</sup>.

Kamuyu aydınlatma belgesinden sorumlu kişilerin bilginin yanlışlığı konusunda belirli somut göstergelerin varlığına rağmen bilgiyi açıklamaları ya da şüpheli durumlara rağmen bu konuda hiçbir araştırma yapılmaması ağır ihmale örnek olarak gösterilmektedir<sup>1299</sup>. Buna karşın, ihraççının alanında başarılı ve itibarlı bir denetim şirketi ya da avukatlık ortaklığının vermiş olduğu raporu kamuyla paylaşmasında bu raporun içerdiği teknik bilgilere yönelik olarak ağır kusuru söz konusu olmayacaktır<sup>1300</sup>.

TTK m. 549 hakkında yapılan bir değerlendirmede, bu maddede yer verilen hukuka aykırılık taşıyan eylemlerin<sup>1301</sup> nitelikleri gereği ağır kusur hatta kast içeren fiiller oldukları ifade edilmiştir<sup>1302</sup>. Gerçekten, tarihsel deneyimler kamuyu aydınlatma belgelerindeki hukuka aykırılıklarda genellikle kast ve ağır ihmal şeklindeki kusurun mevcudiyetini göstermektedir. Kuşkusuz, bunu mutlak bir şekilde uygulanan bir ön kabul hâline getirmek doğru değildir. Gitgide karmaşılaşan ticari ilişkiler, kamuyu aydınlatma normlarının yoğunluğunun artması ve teknolojinin zaman zaman beraberinde getirebildiği sorunlar hafif ihmalin, hatta kusursuzluğun söz konusu olduğu hukuka aykırılıkların doğmasını da mümkün kılmaktadır.

Son olarak belirtelim ki, sorumluluk hukukunda zor olan, esas itibarıyla kast ile ağır ihmal arası sınırın çizilmesidir. Ancak, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta her ikisi de sorumluluk doğuracağından bu zorlukla karşılaşılmayacaktır. Kanun koyucu, kastın yanı sıra ağır ihmal hâllerinde de kusur şartının varlığını kabul etmiş; yalnızca SerPK m. 32/3 çerçevesinde hafif ihmale dayalı olarak sorumluluktan kurtulma olanağı tanımıştır<sup>1303</sup>.

---

<sup>1298</sup> Bu kişilerin, yükümlülükleri ve faaliyetlerinin niteliği hakkında bkz. Dördüncü Bölüm-III-“Sorumlu Kişiler”.

<sup>1299</sup> Assmann, WpPG, s. 654.

<sup>1300</sup> Assmann, WpPG, s. 654, 655.

<sup>1301</sup> “...yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından ve diğer kanuna aykırılıklardan doğan...”. Bu arada söz konusu eylemlerin gereksiz bir tekrara yol açacak şekilde sıralandığı yönündeki eleştiri için bkz. Kendigelen, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, s. 455.

<sup>1302</sup> Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), I, s. 435.

<sup>1303</sup> Dördüncü Bölüm-I-3-E-“Sorumluluktan Kurtulma Olanağı”.

## B- Kusurun Niteliğinin Belirlenmesi

### a- Öğretide İleri Sürülen Görüşler

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun kusur sorumluluğu mu yoksa kusursuz sorumluluk mu olduğu hususu öğretide tartışmalıdır. SerPK'nın 10 ve 32. maddelerinde ve Kanunun gerekçesinde açık bir belirleme yapılmamış olması bu konudaki tartışmanın kaynağını oluşturmaktadır.

SerPK m. 32 çerçevesinde izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu kişilerin kusur sorumluluğuna tabi olduklarına şüphe yoktur. Öğretide şimdiye kadar ileri sürülen görüşler de bu yöndedir<sup>1304</sup>. Tartışma, izahnameden doğan sorumluluk noktasındadır. SerPK m. 10'da ihraççı, halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör, ihraççının yönetim kurulu üyeleri, bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları izahnamede yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olmasından sorumlu tutulmuşlardır<sup>1305</sup>. Bu kişiler arasında ihraççının sorumluluğunun kusur sorumluluğu mu yoksa kusursuz sorumluluk mu olduğu konusunda öğretide farklı görüşler yer almaktadır.

İleri sürülen görüşlere bakıldığında, dikkat ve özen ilkesine dayalı olarak kusursuz sorumluluk olduğunu ileri sürenler sayıca çoğunluktadır<sup>1306</sup>. Bu görüşü savunanların bir kısmı görüşünün gerekçesini ortaya koymamış bir kısmı ise temel argüman olarak SerPK m. 10/1. fıkrasında ihraççı dışındaki kişilerin “*kusurlarına ve durumun gereklerine göre*” sorumlu olduklarının belirtilmesine rağmen ihraççı için bu şekilde bir belirleme yapılmaması dolayısıyla kusurun aranmadığı sonucuna varılabileceğini ifade etmiştir<sup>1307</sup>. *Turan ve Uçar*, sermaye piyasasında yatırımcıların ve güvenin korunmasının önemi ile etkin denetimin sağlanması ihtiyacının kusursuz sorumluluğun kabulüne gerekçe olarak görülebileceğini vurgulamıştır<sup>1308</sup>. *Adıgüzel*, ihraççılarla yatırımcılar arasında bir sözleşme ilişkisi doğduğundan hareketle bu sonucun sözleşme hukukunun niteliği gereği

<sup>1304</sup> Ayrıca belirtmek gerekir ki, *Rüzgâr ve İslamoğlu*, ihraççının izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinden de kusursuz sorumlu olduğunu ileri sürmüştür (*Rüzgâr*, s. 861; *İslamoğlu*, s. 100).

<sup>1305</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-III-2-“SerPK m. 10'da Belirtilen Kişiler”.

<sup>1306</sup> *Memiş/Turan*, s. 77; *Üçışık/Çelik*, s. 205; *Kara*, s. 158; *Turan*, s. 208, 209; *Adıgüzel*, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 36; *Çatakoğlu*, Borçlanma Araçları, s. 366; *Çatakoğlu*, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 123; *İslamoğlu*, s. 96-100; *Uçar*, s. 108, 109, 124; *Meral*, Hukuki Sorumluluk, s. 395; *Gözüyeşil*, s. 297-299.

<sup>1307</sup> *Çatakoğlu*, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 123; *Turan*, s. 209; *Meral*, Hukuki Sorumluluk, s. 353-370. *Meral*, bu durumun doğrudan kusursuz sorumluluğu göstermeyeceğini ancak kanun koyucu tarafından bilinçli bir tercihle öngörüldüğünün dikkate alınması gerektiğini ifade etmiştir (*Meral*, Hukuki Sorumluluk, s. 358).

<sup>1308</sup> *Turan*, s. 209; *Uçar*, s. 109.



olduğunu zikretmiş; ABD hukukunda da aynı şekilde kusursuz sorumluluğun öngörülmesiyle görüşünü desteklemiştir<sup>1309</sup>. Çatakoğlu, SerPK m. 10'un TTK m. 549'un gerekçesindeki açıklamalara yönelik bir amacı taşıdığını belirtmiştir<sup>1310</sup>. Meral, temel neden olarak kusur ilkesinin sorumluluk hukukunda zararın karşılanmasında yetersizliğini göstermiş, kusursuz sorumluluğun sermaye piyasasının yapısına daha uygun olduğunu belirtmiş, zararın en azından ihraççıdan karşılanabilmesi için en doğru tercih olacağını ifade etmiştir<sup>1311</sup>. Yazar görüşünü ayrıca kusursuz sorumluluk hallerinin kanunda belirtilenlerle sınırlı olmadığı ve sermaye piyasasının yapısına en uygun düşecek tercihin kusursuz sorumluluk olduğu düşünceleri ile pekiştirmiştir<sup>1312</sup>. Gözüyeşil ise konuyu dereceli sorumlulukla ilişkilendirerek ihraççının sorumluluğunun kusura dayandırılması hâlinde dereceli sorumluluğun işlevini yitireceğini belirtmiş ve aynı zamanda sermaye piyasasında ihraççı-yatırımcı ilişkisi çerçevesinde burada kusurun aranmasının gerekli olmadığını dile getirmiştir<sup>1313</sup>.

İkinci görüşe göre ise ihraççının izahnameden doğan sorumluluğu bir kusur sorumluluğudur<sup>1314</sup>. Manavgat'ın izahnameden ihraççının sorumluluğunun kusur sorumluluğu olduğu tespitinin ana gerekçesini SerPK m. 32/3. fıkrasındaki sorumluluktan kurtulmaya yönelik hüküm oluşturmaktadır<sup>1315</sup>. Yazar, sadece ikinci derece sorumlular için kusura değinilmiş olmasının sebebini tazminat borcunun kapsamını tayin ve sorumlular arasında paylaşımına ilişkin olması dolayısıyla olduğunu vurgulamış, ihraççının sorumluluktan kurtulabilmesine ilişkin imkânların düzenlendiği hükümde kusurun esas alınmasının bu görüşü desteklediğini ifade etmiştir<sup>1316</sup>.

Kusurun niteliği konusunda dikkate alınacak diğer düzenleme olan TTK m. 549 çerçevesinde öngörülen hukuki sorumlulukta aranan kusurun niteliği konusunda ise anılan hükmün yalnızca “...belgeleri düzenleyenler veya beyanları yapanlar ile kusurlarının varlığı hâlinde bunlara katılanlar sorumludur” düzenlemesini içerdiği görülmektedir. Öğretide belgeleri düzenleyenler ile beyanları yapanların kusursuz

---

<sup>1309</sup> Adıgüzel, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 36. Yazar ayrıca sözleşme ilişkisinde genel kuralın kusur sorumluluğu olsa da, ihraççının sorumluluğunun istisnai olarak kusursuz sorumluluk olduğunu belirtmiştir (Adıgüzel, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 36).

<sup>1310</sup> Çatakoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 123.

<sup>1311</sup> Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 353-355.

<sup>1312</sup> Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 355-370.

<sup>1313</sup> Gözüyeşil, s. 297, 298.

<sup>1314</sup> Manavgat, HAAO, s. 232 vd.; Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 125.

<sup>1315</sup> Manavgat, HAAO, s. 234; Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 125.

<sup>1316</sup> Manavgat, HAAO, s. 232-234; Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 125.

sorumluluğa; bunlara katılanların ise kusur sorumluluğu esasına tabi olduğu ifade edilmiştir<sup>1317</sup>. Bu hükme ilişkin değerlendirme de aşağıda yapılacaktır<sup>1318</sup>.

## **b- Değerlendirme**

### **aa- Sermaye Piyasası Kanunu Açısından**

Öğretide ileri sürülen görüşlerden anlaşılmaktadır ki, yürürlükteki düzenlemeler çerçevesinde ihraççının izahnameden doğan sorumluluğunun niteliği konusunda üzerinde uzlaşılan bir sonuca varılması olanağı yoktur.

Kanaatimizce konunun çözümlenebilmesi için lafzî, amaçsal ve sistematik yorum tekniklerinin bir arada kullanılması gereklidir. Bunun için bir taraftan ilgili hukuki düzenlemelerin bütünü, diğer taraftan sorumluluk hukukunun ve sermaye piyasası hukukunun genel ilkeleri göz önüne alınmalıdır.

Her şeyden önce sorumluluk hukukunda aslolan kusur prensibidir (*Verschuldenprinzip*). Sorumluluğun doğması için kusurun gerekmediği hâllerin ilgili düzenlemelerde belirtilmesi veya ilgili hükümlerden açıkça anlaşılması şarttır. Bu belirleme yapılırken istisnayı genel kural hâline getirecek ölçüde geniş yorum yapılmasından kaçınılmalıdır. Bu çerçevede, kusursuz sorumluluk hâllerinin kural olarak kanuni dayanağının olması gerektiği kabul edilmektedir<sup>1319</sup>. Ancak, kanunda düzenlenen bir hususun yorumlanması ile de kusursuz sorumluluğun düzenlendiği kabul edilebilir<sup>1320</sup>. Bununla birlikte, uygulayıcıların kusursuz sorumluluğu yorum yoluyla genişletmeleri uygun olmayıp bu konudaki takdir kanun koyucuda olmalıdır<sup>1321</sup>. Bu çerçevede ilgili hukuki düzenlemede kusursuz sorumluluğun öngörüldüğü açıkça olması gerekli olmasa da, bu yönde değerlendirme yapılmasını sağlayacak net bir durumun mevcut olması gerekir. Kanaatimizce Türk öğretisinde şimdiye kadar ileri sürülen görüşler, kusursuz sorumluluğun kabulüne yetecek ağırlıkta değildir.

İlk olarak SerPK m. 10/1. fıkrasında ikinci dereceden sorumlu kişiler için kusurun zikredilip ihraççı için sessiz kalınması ihraççı için kusursuz sorumluluğun kabul edildiği anlamına gelmemektedir. Aksi takdirde istisnayı genel kural haline getirecek bir yaklaşımın önü açılır ki bu sorumluluk hukukundan da öte hukukun temel ilkelerine de

<sup>1317</sup> **Kendigelen**, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, s. 454, 455.

<sup>1318</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-3-B-b-bb-“Türk Ticaret Kanunu Açısından”.

<sup>1319</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 5; **Baysal**, s. 236.

<sup>1320</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 7.

<sup>1321</sup> **Koçhisarlıoğlu, C.:** Objektif Sorumluluğun Genel Teorisi, Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1984, C. 2, S. 2, s. 189.

aykırı düşer. TTK m. 549'un gerekçesinde bu şekilde bir yaklaşımın ifade edilmesi, SerPK'daki sorumluluk rejimi açısından bağlayıcı görülemez. TTK m. 549, hukukumuzdaki varlığını İsviçre Borçlar Kanunu'nun 752. maddesine borçlu olup sermaye piyasasının özel ihtiyaçlarına uzak bir düzenlemedir. Nitekim, İsviçre'de de bu düzenleme yakın zamanda özel bir düzenleme<sup>1322</sup> ile yürürlükten kaldırılmıştır.

Keza ihraççı ile yatırımcı arasında sözleşmesel bir ilişki doğacağından bahisle kusursuz sorumluluğun kabulü de doğru bir çıkarım olmayacaktır. Sözleşme hukukunda borca aykırılıkta borçlunun sorumlu tutulmaması için kendisine kusur yüklenemeyeceğini ispat yükü altında bulunması kusursuz sorumluluğu ifade etmez<sup>1323</sup>.

Yine, ABD hukukunda 1933 tarihli Kanun sec. 11 gereği ihraççının izahnameden kusursuz sorumlu tutulması Türk hukuku açısından bağlayıcılık taşımaz. ABD bu alanda Türkiye de dahil olmak üzere bütün dünyayı etkileyen öncü düzenleme ve yargı uygulamalarına sahip bir ülke olsa da, 1933 ya da 1934 tarihli Kanunların SerPK m. 10'un mehzazını oluşturduğuna dair bir bilgi mevcut değildir. Daha önce de ifade ettiğimiz gibi<sup>1324</sup>, Türk kanun koyucusu, izahnameden doğan sorumluluk düzenlemelerinde yoğun şekilde Alman İzahname Kanunu'nu dikkate almıştır. Ayrıca, ABD hukukunda ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerinde hukuki sorumluluğun yasal zeminini Kural 10b-5 oluşturmaktadır. Bu kurala dayanan davalarda; yanlış, yanıltıcı ya da eksik kamuyu aydınlatmanın kasten gerçekleştirilmesi aranmaktadır ve bu şekilde kusur sorumluluğu öngörülmüştür<sup>1325</sup>.

Amaçsal yorum yapıldığında, ilk bakışta kusursuz sorumluluğun kabulü yatırımcıların korunması ilkesi çerçevesinde sermaye piyasası hukukuna daha uygun görülebilir. Buna karşın, hukuki sorumluluğun doğması için kusurun aranmaması, sorumlu kişilerin kendilerini kontrol noktasında daha dikkatli ve özenli davranmalarına yönelik eğilimlerinin törpülenmesi ve/veya girişmeyi düşünülen bir faaliyetten vazgeçilmesi sonuçlarını doğurmaya elverişlidir<sup>1326</sup>. Bu tür sonuçların da sermaye

---

<sup>1322</sup> OR'un daha önce de değinilen 652a, 752 ve 1156.3 maddeleri, Finansal Hizmetler Kanunu (*Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen / Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG*) ile 01 Ocak 2020'den itibaren geçerli olmak üzere yürürlükten kaldırılmıştır (m. 94 ve eki).

<sup>1323</sup> Bu temel prensip TBK m. 112'de şu şekilde ifade edilmiştir: “*Borç hiç veya gereği gibi ifa edilmezse borçlu, kendisine hiçbir kusurun yüklenemeyeceğini ispat etmedikçe, alacaklının bundan doğan zararını gidermekle yükümlüdür*”.

<sup>1324</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-II-2-C-“Almanya”.

<sup>1325</sup> **Hellgardt**, s. 92; **Wichmann**, s. 39, 44; **Richter**, s. 51. ABD hukukunda ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun diğer zorunlu unsurları için bkz. Üçüncü Bölüm-II-2-A-“Amerika Birleşik Devletleri”.

<sup>1326</sup> **Tandoğan**, Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku, s. 1; **Oğuzman/Öz**, s. 2.

piyasaının arzu edilen özellikleri ile bağdaşır olduğunu kabul edebilmek mümkün değildir. Kanunun lafzından geniş yorumlanarak sorumluluğun katı bir rejime bağlanması, ihraççının her durumda sorumlu tutulacağı ve dava açma hakkının kötüye kullanıldığı fırsatçı davalara (*speculative litigation*) yol açma tehlikesini de içinde barındırmaktadır<sup>1327</sup>. Daha önce de vurguladığımız gibi, sermaye piyasasında yatırımcıların korunması temel prensip olmakla birlikte, menfaat dengesinin gözetilerek ihraççıların da çok ağır yükler altına sokulmamasında yarar vardır<sup>1328</sup>.

Kusursuz sorumluluğun makul bir dayanaktan yoksun şekilde öngörülemezliğine ilişkin görüşün bir sonucu da sorumlu kişiler ile objektif olarak ilgisiz hâller dolayısıyla bu kişilerin kusursuz sorumluluğunun öngörülmemesi gerekliliğidir<sup>1329</sup>. İzahnamedeki bilgiler ihraççı ile doğrudan ilgilidir. Ancak, ihraççının profesyonelce hizmet aldığı uzmanlık kuruluşlarının faaliyetleri ile ürettiği ve ihraççının teknik bilgiye sahip olması beklenemeyecek bilgilerin sorumluluğunun her durumda ihraççıya yüklenmesi ilgisiz ve haksız bir bağlantı kurulması sonucunu doğurur. Bu görüş ihraççının bu bilgilerden hiçbir sorumluluğunun olmaması gerektiği yönünde anlaşılmamalıdır; ancak, ihraççının bilginin üretiminde ve bilgiyi üretecek kuruluşların seçiminde hiçbir kusurunun bulunmadığı hâllerde sorumluluğun öngörülmesi de kusursuz sorumluluğun genel teorisine uygun düşmeyecektir. Yine, kusursuz sorumluluğu bir sonuç ödevinin yerine getirilmemesi olarak düşündüğümüzde<sup>1330</sup>, ihraççıların, yatırımcıların kamuyu aydınlatma belgeleri dolayısıyla hiçbir zararlarının doğmayacağı yükümlülüğünü tek başlarına üstlenmeleri de sermaye piyasasının niteliğine, fonksiyonlarına ve gelişimine uygun değildir.

---

<sup>1327</sup> 1933 tarihli ABD Menkul Kıymetler Kanunu sec. 11 gereği ihraççı için kusursuz sorumluluğun öngörüldüğü ABD’de 2007 yılında yapılan bir çalışmada son on yılda (1997-2007) bu alanda yaklaşık 2400 sınıf davası açıldığı, bu davalarda 27 milyar dolarlık bir uyuşmazlık çözüm maliyeti doğduğu ve bunun yaklaşık 7 milyar dolarını avukatlık ücretinin oluşturduğu ifade edilmiştir (**Booth, R. A.:** The End of the Securities Class Action as We Know It, Berkeley Business Law Journal 2007, Vol. 4.1, s. 3).

Bir başka bilimsel çalışmada, ikinci el piyasada kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk davalarına ilişkin olarak çalışmada da 1996-2017 arasında 4379 sınıf davasının açıldığı ve 1997-2013 arası açılan davalarda davacı vekillerinin yaklaşık 14 milyar dolarlık gelir elde ettiği ve davalı vekillerinin maliyetinin de yaklaşık olarak bu miktarda olduğu ifade edilmiştir (**Wichmann,** s. 3).

ABD ile Türkiye’nin sermaye piyasası derinlikleri kuşkusuz farklıdır. Ancak, sorumluluk davalarının faydaları değerlendirilirken bütün taraflar açısından doğuracağı maliyetleri de gözden uzak tutmamak gerekir.

<sup>1328</sup> Bkz. Birinci Bölüm-VI-2-“İlkenin Kapsamı” ve Üçüncü Bölüm-I-1-B-“Sorumluluğun Özel Hükümlere Tabi Kılınmasının Nedenleri”.

<sup>1329</sup> **Koçhisarlıoğlu,** s. 240.

<sup>1330</sup> **Koçhisarlıoğlu,** s. 240.

Yukarıda açıklanan gerekçelerle, ihraççının izahnameden doğan sorumluluğu kusursuz sorumluluk sayılamaz; kusur sorumluluğudur. Yalnız bu sorumluluğun taşıdığı özellik, SerPK m. 32/3. fıkrası ile *kusur karinesinin* öngörülmüş olmasıdır<sup>1331</sup>. Kusur karinesinin borçlunun sorumluluğunu kusursuz sorumluluğa yaklaştıracak şekilde ağırlaştırdığı bir gerçektir<sup>1332</sup>; ancak, bu durum kusursuz sorumluluğu ifade etmez. Tam tersi, hukuk düzeninde kusurun olmadığının ispatı hâlinde sorumluluğun doğmayacağına ilişkin bir hüküm kusur sorumluluğuna işarettir. Zira kusur sorumluluğunda kusurun olmadığının ispatı halinde hiçbir sorumluluğun doğmaması doğaldır<sup>1333</sup>.

Nitekim, Türk hukukundaki bu düzenlemenin kaynağı olan<sup>1334</sup> Alman hukukunda da izahnameye ilişkin sorumlulukta kusur sorumluluğunun (*Verschuldenshaftung*) söz konusu olduğu; ancak, kusur karinesinin (*Verschuldensvermutung*) öngörüldüğü kabul edilmektedir<sup>1335</sup>. Bu karine kusuru ispat yükünü ters çevirmekte ve sorumlu kişilerin ilgili düzenleme çerçevesinde kast ya da ağır ihmallerinin olmadığını ortaya koyarak kusursuzluğunu ispat etmeleri gerekliliğini doğurmaktadır.

Şunu da belirtmekte yarar vardır ki, SerPK ile özel bir sorumluluk rejimi öngörülen ve sorumluluğun bütün koşulları ile özel hükümlere tabi kılındığı izahnameden doğan hukuki sorumlulukta kusur sorumluluğu ya da kusursuz sorumluluk nitelendirmesinin yapılması -tek bir husus dışında- uygulamada büyük bir farklılık yaratmayacaktır. Bu konudaki nitelendirmenin önemi ihraççının izahnameden doğan sorumlulukta SerPK m 32/3'deki sorumluluktan kurtulma imkânına sahip olup olmadığı noktasındadır. Öğretide özellikle kusursuz sorumluluk düşüncesini benimseyen bazı yazarların SerPK m. 32/3'ün izahnameden doğan sorumlulukta uygulanamayacağına ilişkin görüşleri olsa da<sup>1336</sup>, bu görüşlere aşağıda da açıklayacağımız gerekçelerle kesinlikle katılmıyoruz<sup>1337</sup>.

---

<sup>1331</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-3-E-“Sorumluluktan Kurtulma Olanağı”.

<sup>1332</sup> Baysal, s. 83.

<sup>1333</sup> Koçhisarhoğlu, C.: Objektif Sorumluluğun Genel Teorisi, Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1984, C. 2, S. 2, s. 176, 177.

<sup>1334</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-3-D-“Kusuru İspat Yüğü”.

<sup>1335</sup> Assmann, WpPG, s. 652, 653; Seiler, O./Singhof, B.: Frankfurter Kommentar WpPG und EU-ProspektVO (Hrsg. Berrar, C./Schnorbus, Y./Singhof, B./Wolf, C.), Frankfurt 2017, s. 643.

<sup>1336</sup> Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 125, 126; krş. Manavgat, HAAO, s. 234. Keskin, s. 121; Turan, s. 216, 217; Gözüyeşil, s. 297. Ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-I-3-C-“SerPK m. 32/3. Fıkrasının Uygulama Alanı”.

<sup>1337</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-3-C-“SerPK m. 32/3. Fıkrasının Uygulama Alanı”.

## bb- Türk Ticaret Kanunu Açısından

TTK m. 549'un lafzında<sup>1338</sup> *belgelerin düzenlenme sürecine katılanların sorumluluğunda kusur bir ön koşul olarak açıkça aranmasına rağmen belgeyi düzenleyenler ve beyanları yapanlar* açısından sessiz kalınmıştır.

SerPK m. 10/1. fıkrasında ihraççı ve sorumlu diğer kişiler arasında derece farklılığı ve teselsülün niteliği açılarından fark yaratılmışken; TTK m. 549'un lafzında *düzenleyenler* ile *katılanlar* arasında başkaca hiçbir farklılık gözetilmemiş, sadece kusur odaklı bir ifade farklılığı kullanılmıştır. Bu durum, iki grup kişi arasından kusurun açıkça aranmadığı *belgeyi düzenleyenler* ve *beyanları yapanlar* için kusursuz sorumluluğun öngörülme istendiğini düşündürülebilir<sup>1339</sup>. Kanun koyucunun TTK m. 549'un gerekçesinde “*Tasarı ‘düzenleyen’ ile ‘katılanlar’ın tanımını yapmamış, ancak bunları farklı sorumluluk sistemlerine bağlamıştır. Düzenleyenler için kusursuz, katılanlar bakımından kusurlu sorumluluk kabul edilmiştir...*” ifadesine yer vermesi bu konudaki sessizliğin bilinçli bir susma olduğunu ve bu kişiler için kusursuz sorumluluğun öngörülme istendiğini -yine SerPK m. 10'dan farklı olarak- açıkça göstermektedir. Öte yandan, kusursuz sorumluluğun gerekçe ile açıklığa kavuşturulması; geçerliliği tartışmalı olabilecek, en azından eleştirilmesi gereken bir yöntem olarak görülmeye elverişlidir.

Önemle hatırlatmak gerekir ki, SerPK m. 10 izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin özel bir hüküm olsa da, TTK m. 549'u yürürlükten kaldırmadığı gibi uygulama alanı bulmasına da engel değildir. Daha açık bir ifadeyle, yatırımcılar tazminat taleplerini SerPK m. 10 yerine TTK m. 549'a dayalı olarak da ileri sürebilirler. Bu takdirde belgeyi düzenleyenler için kusursuz sorumluluk mevcuttur. Ancak, uyuşmazlığın çözümüne TTK m. 549'un uygulanması SerPK m. 32/4'ün uygulama alanı bulmasına engel olacağından yatırımcılar illiyet bağı karinesinden<sup>1340</sup> yararlanamayacaktır. İlliyet bağı karinesinin uygulama alanı bulmaması izahname ile zararın doğuşu arasındaki illiyet bağının

---

<sup>1338</sup> “*Şirketin kuruluşu, sermayesinin artırılması ve azaltılması ile birleşme, bölünme, tür değiştirme ve menkul kıymet çıkarma gibi işlemlerle ilgili belgelerin, izahnamelerin, taahhütlerin, beyanların ve garantilerin yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından ve diğer kanuna aykırılıklardan doğan zararlardan, belgeleri düzenleyenler veya beyanları yapanlar ile kusurlarının varlığı hâlinde bunlara katılanlar sorumludur*”.

<sup>1339</sup> **Kendigelen**, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, s. 454, 455. *Yasaman*, sorumluluk hukukunda; kusurun esas, kusursuz sorumluluğun ise istisna olmasından bahisle istisnai nitelikte olan kusursuz sorumluluğun kanun koyucu tarafından açıklıkla öngörülmesi gerektiğini belirterek TTK m. 549 hükmünün lafzındaki dolaylı ifadelerle dayalı olarak öğretide kusursuz sorumluluk çıkarımında bulunulmasını eleştirmektedir [**Yasaman, H.:** Yönetim Kurulu Üyelerine Karşı Açılabilir Sorumluluk Davaları, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2013/2 (Prof. Dr. Oğuz imregün'e Saygı Sempozyumu 26.10.2013), s. 102].

<sup>1340</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-“İlliyet Bağı Karinesi”.

yatırımcı tarafından ispatını zorunlu hale getirmektedir. Bu gerekliliğin, sorumluluğun niteliğinin kusursuz sorumluluk olarak belirlenmesinin sağlayacağı yarardan daha büyük bir zorluğu beraberinde getireceği göz önüne alınmalıdır.

### C- SerPK m. 32/3. Fıkrasının Uygulama Alanı

SerPK m. 32/3. fıkrası kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluktan kurtulma adına özel bir imkan vermektedir. Bu düzenlemeye Kanunun 32. maddesinin içerisinde yer verilmiş olması, bütün kamuyu aydınlatma belgeleri için uygulama alanına sahip olduğunu göstermektedir.

Türk öğretisinde, kanun koyucunun SerPK m. 10'da bu yönde açık bir düzenlemeye yer vermemesinden hareketle, SerPK m. 32/3'ün izahnameden doğan sorumlulukta ihraççı açısından uygulanmayacağı ileri sürülmektedir. *Manavgat*, bu düzenlemenin izahnameden ikinci derecede sorumlular açısından uygulama alanına sahip olduğunu; ancak, bunların her biri açısından bilgisizliğin ancak diğerinin görev alanına giren bilgilerle sınırlı olarak uygulanabileceğini ifade etmiştir<sup>1341</sup>. *Çatakoğlu*, kanun koyucunun bu şekilde bir ayırım yapmış olmasını eleştirmiştir<sup>1342</sup>. *Turan*, SerPK m. 32'nin dört, beş ve altıncı fıkralarının izahname sorumluluğunda uygulama alanı bulabileceği konusunda tereddüte yer olmadığını belirtirken üçüncü fıkra açısından ise sessiz kalmış ve 10. maddede herhangi bir sorumluluktan kurtuluş olanağına yer verilmediğini belirtmiştir<sup>1343</sup>. *Gözüyeşil*, ihraççının izahnameden doğan sorumluluğunun kusursuz sorumluluk olduğu iddiası bağlamında SerPK m. 32/3'ün uygulama alanına sahip olmadığını ifade etmiştir<sup>1344</sup>. *Meral* ise bir taraftan SerPK m. 32/3'ün izahnamede ikinci derecede sorumlular için de uygulama alanına sahip olduğunu belirtirken<sup>1345</sup>, diğer taraftan izahnameden doğan sorumluluğun kusura dayanmadığını ve ihraççının kusuru olmadığını ispatlayarak sorumluluktan kurtulma imkânına sahip olmadığını ifade etmektedir<sup>1346</sup>.

<sup>1341</sup> **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 125, 126. Aynı yönde **Keskin**, s. 121. Krş. **Manavgat**, HAAO, s. 234.

<sup>1342</sup> **Çatakoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, 129.

<sup>1343</sup> **Turan**, s. 216, 217.

<sup>1344</sup> **Gözüyeşil**, s. 297.

<sup>1345</sup> **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 396. Yazarın SerPK m. 32/3'ün birinci ve ikinci derecede sorumlular arasında ayırım yapmaksızın izahnameden doğan sorumlulukta uygulama alanına sahip olduğu görüşü için ayrıca bkz. **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 397.

<sup>1346</sup> **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 453, 454. Krş. **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 127.

Kanaatimizce bu görüşlere katılmaya olanak yoktur. SerPK m. 32’ye izahnameden doğan sorumlulukta genel hüküm nitelendirmesi oybirliğiyle yapıldığına göre, bu fıkranın izahname açısından uygulanmasına da bir engel görmemek gerekir. Zira SerPK m. 10’da buna aykırı açık bir belirleme yoktur.

İhraççının izahnameden doğan sorumluluğunun kusursuz sorumluluk olduğundan bahisle SerPK 32/3. fıkrasının izahnameden doğan sorumlulukta uygulanmasına engel olunması gerektiği de doğru bir yaklaşım değildir. Hukuk düzenimiz kusursuz sorumlulukta dahi kurtuluş kanıtı getirme olanağına izin vermektedir<sup>1347</sup>. Bu sebeple düzenlemenin uygulama alanına sahip olup olmadığı sorumluluğun niteliğinden de ayrı düşünülmesi gereken bir husustur.

Kanun koyucunun bütün kamuyu aydınlatma belgeleri için genel hüküm niteliğini haiz SerPK m. 32/3’deki genel izahname için uygulanmasını istememesi hâlinde bu iradesini açık bir düzenlemeyle belirtmesi gerekirdi. Kaldı ki, anılan hükmün çeviri yoluyla Türk hukukuna kazandırıldığı mehz Alman hukukundaki hükümler, doğrudan izahname ve özel durum açıklamaları için getirilmiş bir düzenlemelerdir.

Öte yandan, ihraççılar, belgelerin hem konusu hem de düzenlenmesinde asli sorumlu olduğundan bu yakınlık dolayısıyla ihraççının kast veya ağır ihmale dayalı bir bilgisizliğinin olduğunu ispatlaması teorik olarak mümkün olmakla birlikte, pratikte oldukça zordur<sup>1348</sup>. Ancak, ihraççının izahnameye eklenen belgeler arasında özellikle teknik bilgi gerektiren finansal raporlar, bağımsız denetim raporu, derecelendirme ve değerlendirme raporları gibi belgelerin oluşturulmasında hizmet aldığı uzmanlık kuruluşlarının oluşturdukları bilgilerde SerPK m. 32/3. fıkrasından yararlanması söz konusu olabilir<sup>1349</sup>.

Son olarak önemle belirtelim ki, tartışmanın ihraççının izahnameden doğan sorumluluğunda toplanması dolayısıyla öğretilde ihmal edilen bir yönü de SerPK m. 32/3’ün, SerPK m. 10/1’de izahnameden ikinci derecede sorumlu kabul edilen kişiler ile SerPK m. 32’de sayılan diğer kişilere de uygulama alanına sahip olmasıdır. SerPK m. 10/1’deki ikinci dereceden sorumlu kişilerin “*kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu*” tutulmaları ve SerPK m. 32’dekilerin müteselsil sorumluluklarının öngörülmesi bunlardan bağımsız şekilde öngörülen bir genel hüküm olan SerPK m. 32/3’den yararlanmalarına ve bu fıkradaki

---

<sup>1347</sup> Adam çalıştırmanın sorumluluğunda kurtuluş kanıtı getirme imkânı hakkında bkz. TBK m. 66/2; hayvan bulunduranın sorumluluğunda kurtuluş kanıtı getirme imkânı hakkında bkz. TBK m. 67/2.

<sup>1348</sup> Seiler/Singhof, s. 646.

<sup>1349</sup> Benzer yönde Kara, s. 152.



şartların gerçekleştiğini ispatlamaları halinde sorumluluktan kurtulmalarına engel değildir.

#### **D- Kusuru İspat Yüğü**

Hukuki anlamıyla ispat, yargılamada taleplerin konusunu oluşturan veya hakim tarafından resen göz önüne alınacak vaka ve vakıaların iddia edildiği gibi olduğuna ilişkin olarak hâkimde kanaat oluşturma faaliyetidir<sup>1350</sup>. İspatın hangi araçlarla gerçekleştirilmesi gerektiği usul hukukunun; ispatın konusunu oluşturan hususlar bir başka deyişle sabit olması gereken vaka ve vakıalar ise maddi hukukun konusudur. İspat yükünün kimde olduğu hakkında ise Türk Medeni Kanunu (TMK) m. 6’da yer alan genel kural gereğince, kanunda aksine bir hüküm bulunmadıkça, taraflardan her biri, hakkını dayandırdığı olguların varlığını ispatla yükümlüdür.

Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğa ilişkin hükümler hakkında *ölü hüküm* benzetmesinin yapıldığı dönemde illiyet bağı ile birlikte vurgulanan iki temel sorundan biri kamuyu aydınlatmadan doğan sorumlulukta ispat yüküydü<sup>1351</sup>. Türk hukukunda da 2499 sayılı mülga SerPK döneminde kusuru ispat yükünün yatırımcının üzerinde olduğu kabul edilmekteydi<sup>1352</sup>. Bu belirlemenin sebebi, ispat yükü konusunda özel bir düzenlemenin mevcut olmaması hâlinde TMK m. 6’nın uygulama alanı bulmasından kaynaklanmaktaydı. Kusuru ispat yükünün yatırımcıda bırakılması, bu durumun ispatının neredeyse olanaksız olduğu gerekçesiyle eleştiriliyor ve konuyla ilgili özel bir düzenleme yapılması gerektiği belirtiliyordu<sup>1353</sup>.

Bu eleştirileri ve Alman hukukunda yapılan düzenlemeleri göz önünde bulunduran kanun koyucu, kamuyu aydınlatma belgelerinde kusurun ispatını SerPK’da özel bir düzenlemeye tabi tutmuştur. SerPK m. 32/3’e göre “*Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgi eksikliğinin kast veya ağır ihmallerinden kaynaklanmadığını ispatlayan kişiler sorumlu olmaz.*”. Bu düzenleme bir taraftan sorumlu kişilerin sorumluluktan kurtulma olanağını düzenlerken diğer taraftan kusurun ispatına yönelik bir hukuki sonucu içermektedir. Yatırımcının ilgili kişilerin kusurlu olduğuna dair bir delil

<sup>1350</sup> Umar, B./Yılmaz, E.: İsbat Yüğü, 2. Bası, İstanbul 1980, s. 1, 2; Atalay, O.: Pekcanıtez Usûl Medenî Usûl Hukuku, 15. Bası, İstanbul 2017, s. 1585; Arslan/Yılmaz/Taşpınar Ayvaz/Hanağası, Medenî Usul Hukuku, s. 380, 381.

<sup>1351</sup> Kabaalioğlu, İzahname Sorumluluğu, s. 773.

<sup>1352</sup> Ayoğlu, Halka Arz, s. 148; Kara, s. 150.

<sup>1353</sup> Ayoğlu, Halka Arz, s. 148; Ayoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 645.

göstermesine gerek yoktur<sup>1354</sup>. Zarar gören kişinin kusuru kanıtlama imkânlarının zayıflığı dolayısıyla bu şekilde bir tercihle belgedeki hukuka aykırılığın belgeden sorumlu kişinin kusurundan kaynaklandığı varsayımında bulunulmuştur. Bu tercih, yatırımcıların korunmasına yönelik bir yaklaşımı temsil etmektedir.

Hemen belirtelim ki, anılan hüküm, yürürlükteki WpPG § 12.1 hükmünün yerini aldığı mülga WpPG § 21.1'in birebir çevirisi niteliğindedir. Aynı prensip, WpHG § 97.2 ve § 98.2 hükümleri ile özel durum açıklamaları için de kabul edilmiştir. Alman hukukunda WpPG ile izahname, WpHG ile özel durum açıklamaları için benimsenen bu esas, hukukumuzda bütün kamuyu aydınlatma belgeleri için geçerli olmak üzere kabul edilmiştir. Bu çerçevede, Alman hukukunda WpPG § 12.1 uyarınca kusur karinesinin (*Verschuldensvermutung*) öngörülerek ispat yükünün ters çevrildiği ve sorumlu kişilerin kast ya da ağır ihmallerinin olmadığını ortaya koyarak kusursuzluğunu ispat yükü altında oldukları kabul edilmektedir<sup>1355</sup>.

Sonuç olarak, Türk sorumluluk hukukunda bazı durumlarda zarar veren kişi hakkında “kusur karinesi” öngörülebileceği kabulüne<sup>1356</sup> uygun şekilde SerPK m. 32/3'de de bütün kamuyu aydınlatma belgeleri için kusur karinesi getirilmiştir<sup>1357</sup>. Bu bağlamda, kusuru ispat yükü yer değiştirmektedir. SerPK m. 32/3. fıkrasıyla ispat yükü yatırımcılar üzerinden alınmış; davalı konumundaki kişi kusursuzluğu ispat etme durumunda bırakılmıştır<sup>1358</sup>. Kusur sorumluluğunda kusurun olmadığının ispatı hâlinde hiçbir sorumluluğun doğmaması ise doğaldır<sup>1359</sup>.

---

<sup>1354</sup> Seiler/Singhof, s. 643.

<sup>1355</sup> Assmann, WpPG, s. 652, 653; Veil, s. 306; Fleischer, Kapitalmarktkommunikation, s. 418; Groß, s. 480, 481.

<sup>1356</sup> Eren, Genel Hükümler, s. 603.

6102 sayılı TTK'nın Resmi Gazete'de yayımlanan ilk hâlinde yer alan m. 553/1. fıkrasında “Kurucular, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve tasfiye memurları, kanundan ve esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini ihlal ettikleri takdirde, kusurlarının bulunmadığını ispatlamadıkça, hem şirkete hem pay sahiplerine hem de şirket alacaklılarına karşı verdikleri zarardan sorumludurlar.” hükmüne yer verilmiştir. Bu düzenlemeyle anonim şirket kurucuları, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve tasfiye memurları için kusur karinesi getirilmişti [Bkz. Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), I, s. 432]. Görüleceği üzere, bu düzenlemede de SerPK'da benimsenen esasa benzer şekilde sorumlu kişilerin ancak kusurlarının bulunmadıklarını ispatlamaları hâlinde sorumluluktan kurtulacakları öngörülmüştür. Ancak, 6335 sayılı Kanun ile bu prensipten vazgeçilmiş ve sorumlu kişilerin kusurunu ispat yükü davacıya yüklenmiştir.

<sup>1357</sup> Aynı yönde Kara, s. 151; Turan, s. 217-220.

<sup>1358</sup> Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 42; Turan, s. 219, 220; Çatakoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 125, 126; Keskin, s. 121; Uçar, s. 125. Rüzgâr ise hatalı olarak kusuru ispat yükünün iddia eden tarafta olduğunu belirtmiştir (Rüzgâr, s. 862).

<sup>1359</sup> Koçhisarhoğlu, s. 176, 177.

## E- Sorumluluktan Kurtulma Olanığı

### a- Genel Olarak

SerPK m. 32/3'ün ispat yükü dışındaki diğer sonucu da bu düzenlemenin sorumlu kişilere gerekli koşulları sağlaması koşuluyla hukuki sorumluluktan kurtulma olanağı vermesidir. Daha önce de ifade edildiği gibi, izahname de dahil olmak üzere bütün kamuyu aydınlatma belgeleri bu hükmün kapsamına girmektedir<sup>1360</sup>. Ancak izahnameye özgü diğer hususlar aşağıda ayrıca açıklanacaktır<sup>1361</sup>.

Bu çerçevede, SerPK m. 32/3'e göre,

- *kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması konusunda bilgi sahibi olunmaması ve*

- *bu bilgi eksikliğinin kast veya ağır ihmallerinden kaynaklanmaması*

sorumlu kişilerin subjektif durumlarına dayanan sorumluluktan kurtulma imkânını ifade etmektedir.

İlk olarak, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğuna dair bilgi sahibi olunmaması, kusurun bir türü olarak kastın varlığının söz konusu olmaması gerektiğini ifade etmektedir. Zira, sorumlu kişilerin, bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunu bilerek yarattığı hukuka aykırılıkla hareket etmesi kastlarının bulunduğu gösterir. Hukuk düzeninin kasten bir başkasının zararına sebep olan bu kişilerin sorumluluktan kurtulmasına izin vermemesi doğaldır.

*Manavgat*, bilgisizliğe dayalı olarak sorumluluktan kurtulma halinin SerPK m. 10'da sayılan ikinci derece sorumlulardan her birinin diğerinin görev alanına giren bilgilerle sınırlı anlaşılması gerektiğini ifade etmiştir<sup>1362</sup>. Gerçekten, ilk bakışta, bir kişinin kendi oluşturduğu bilgiden haberinin olmadığını ileri sürmesinin mümkün olmadığı düşünülebilir. Ancak, bu durumda bilginin hukuka aykırılık taşıdığının farkında olmamak da hükmün uygulama kapsamına girer. Bir diğer ifadeyle, kişinin belgenin içerdiği bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunu bilmemesi hükmün uygulanmasına yönelik bu şart açısından yeterlidir.

Bilgi sahibi olma insana özgü bir nitelik olduğundan, bu hükmün tüzel kişiler açısından ne şekilde algılanması gerektiği tereddüt konusu olabilir. Sorumlu kişinin tüzel

<sup>1360</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-3-C-“SerPK m. 32/3. Fıkrasının Uygulama Alanı”.

<sup>1361</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-3-E-b-“İzahnameden ve Finansal Raporlardan Doğan Hukuki Sorumluluğa Özgü Hâller”

<sup>1362</sup> *Manavgat*, HAAO, s. 235.

kişi olduğu durumlarda bu kişinin adına hareket eden kişilerin durumu bilip bilmedikleri esas alınır<sup>1363</sup>.

İkinci olarak bilgi eksikliğinin kast ya da ağır ihmalin bir sonucu olmaması gerekmektedir<sup>1364</sup>. Bilgi eksikliğinin hafif ihmalden kaynaklanması hâlinde ise ilgili kişilerin bunu ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilmesi mümkündür. Bu şekilde hafif ihmale dayalı olarak bilgi sahibi olmayanlar sorumluluğun bir miktarından değil tamamından kurtulmaktadır<sup>1365</sup>. Söz konusu esas, iradesi hukuka aykırı bir sonuca yönelmemiş ve bir zararın doğmaması için gerekli önlemleri belirli ölçüde almış olan bir kişinin kınanmasının mümkün olmadığından hareketle, tazminatla da sorumlu tutulmaması gerekliliği temeline dayanmaktadır<sup>1366</sup>.

Görüleceği üzere, hükmün kabul ettiği kusur karinesinin aksinin sorumlu kişinin bilgi sahibi olmadığı ve bu bilgisizliğinin de kast ya da ağır kusurundan kaynaklanmadığı ortaya konularak ispat edilebilir. Bu çerçevede, hafif ihmalde sorumluluktan kurtulmanın mümkün olması dolayısıyla kusurun hiç bulunmadığı durumlarda da SerPK m. 32/3. fıkrasına göre hukuki sorumluluktan kurtulabilmek evleviyetle mümkün olacaktır.

O hâlde, SerPK m. 32/3’de öngörülen kusur karinesinin adi karine olduğu açıktır. İhmalin hafif nitelikte olduğunu ispat yükü ise davalı üzerinde olacaktır. Gerçekten, farklı uzmanlık alanlarını gerektiren bilgilerin söz konusu olabildiği ve aynı zamanda ihraççı tarafından sunulan bilgilerden tüm imza sahiplerinin sorumlu tutulmaması gerektiği için hukuken sorumlu kişilere bu şekilde sorumluluktan kurtulma olanağının tanınması hakkaniyete uygun bir tercihtir<sup>1367</sup>.

Önemle belirtelim ki, sorumlu kişilerin hukuki sorumluluktan kurtulabilmesi için her iki durumun kümülatif olarak bir arada bulunması zorunludur. Ayrıca kast ya da ağır ihmal olmadığını ispatlama subjektif; aşağıda incelenecek olan illiyet bağı ile ilgili sorumluluğu ortadan kaldıran hâller<sup>1368</sup> ise objektif nedenlerle hukuki sorumluluktan kurtulmayı sağlayan durumları ifade etmektedir<sup>1369</sup>. SerPK m. 32/3’den kaynaklanan sorumluluktan kurtulma imkanı sorumlu kişilerden hangisi açısından doğmuşsa o kişi sorumluluktan kurtulurken diğer kişilerin sorumlulukları devam edecektir. Oysa illiyet

---

<sup>1363</sup> **Groß**, s. 472.

<sup>1364</sup> Kast ve ağır ihmalin taşıdığı anlam konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-I-3-A-“Anlamı ve Türleri”.

<sup>1365</sup> **Seiler/Singhof**, s. 646.

<sup>1366</sup> **Tandoğan**, Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku, s. 1.

<sup>1367</sup> Aynı yönde **Kara**, s. 151.

<sup>1368</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-C-“İllyet Bağının Kurulamadığı ve/veya Kesildiği Hâller”.

<sup>1369</sup> **Seiler/Singhof**, s. 642.

bağından kaynaklanan objektif nedenler söz konusu olduğunda bütün sorumluların hukuki sorumlulukları son bulur.

Genel kural sorumluluğun doğması açısından kusurun türleri arasında bir fark yaratılmaması<sup>1370</sup> iken, kanunda açıkça öngörülen bir istisnanın mevcudiyeti dolayısıyla hafif ihmalden sorumluluğun doğmayacağına kabulü de sorumlu kişiler lehine bir durum yaratmaktadır. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu kişiler için hafif ihmal aynı zamanda sorumluluktan kurtulma adına özel bir imkândır. Bu yönüyle sermaye piyasasında her fırsatta gözetilmesi gerektiğini vurguladığımız menfaat dengesinin sağlanması adına da olumludur.

### **b- İzahnameden ve Finansal Raporlardan Doğan Hukuki Sorumluluğa Özgü Hâller**

SerPK m. 10/1 çerçevesinde halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri için “*kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu*” tutulan kişilerin kısmen ya da tamamen sorumluluktan kurtulabilmek için ispat yükü bu kişilerin (davalıların) üzerine yüklenmiştir. Benzer şekilde, SerPK m. 14/2’de de finansal raporlar için ihraççının yönetim kurulu üyeleri “*kusurlarına ve durumun gereklerine göre*” sorumlu tutulmuşlardır. Bu tercih, sorumlu kişilerin özellikle başkalarının görev alanlarına giren konulardaki bilgisizlikten sorumlu tutulmamaları gereğine dayanmaktadır<sup>1371</sup>.

Söz konusu düzenlemelerin anlamı ve önemi aşağıda ayrıca incelenecektir<sup>1372</sup>. Ancak, şimdilik şunu belirtmekte yarar vardır ki, anılan düzenlemeler izahname ve finansal raporlardan sorumlu tutulan belirli kişilerin kusurunun belirlenmesinde “farklılaştırılmış teselsül” olarak adlandırılan özel bir rejimi beraberinde getirmektedir. Yine de SerPK m. 32/3’ün bu tür kişiler için de uygulama alanına sahip olduğu unutulmamalıdır.

<sup>1370</sup> **Baysal**, s. 65, 66. Kusurun hafif bir hâlinin de ağır kusura göre daha yüksek miktarda zararlara yol açabileceği hakkında bkz. **Tandoğan**, Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku, s. 2.

<sup>1371</sup> **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 125; **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 41.

<sup>1372</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-IV-2-B-“İzahnameden Doğan Sorumlulukta İkinci Dereceden Sorumluların Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Müteselsil Sorumluluk” ve Dördüncü Bölüm-IV-2-C-“Finansal Raporlardan Doğan Sorumlulukta Yönetim Kurulu Üyelerinin Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Müteselsil Sorumluluk”.

#### 4- Zarar

##### A- Genel Olarak

Kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun doğması ve tazminatın belirlenebilmesi için hukuka aykırı görülen fiil ya da işlemle belirli bir zararın doğması zorunludur. Sorumluluk hukukunun başlıca hedefi oluşan zararın tazmini olduğundan, zarar sorumluluğun en önemli unsuru olarak gösterilmektedir<sup>1373</sup>. Zira, özel hukuk sorumluluğunun amacı hukuka aykırı davranışta bulunanı cezalandırmak değil mağdurun zararını gidermektir<sup>1374</sup>. Bu bağlamda hukuki sorumluluk, zarar görenin malvarlığında meydana gelen eksilmeyi giderme ve tarafların malvarlıkları arasında bir denge sağlama fonksiyonuna sahiptir<sup>1375</sup>.

Zarar kavramı, geleneksel olarak kişinin iradesi dışında malvarlığının aktifinin azalması pasifinin artması anlamına gelir. Malvarlığındaki bu değişim *fiili zarar* olarak da ifade edilmektedir<sup>1376</sup>. Hukuk düzeni içerisinde tazmini gereken zararın unsurları ise *malvarlığının mevcut bulunması, bu malvarlığında eksilme meydana gelmesi ve bu eksilmenin zarara uğrayan kişinin iradesi dışında ortaya çıkması* şeklindedir.

Zararın genel hükümlere göre anlamı bu şekilde olmakla beraber, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk özelindeki belirlemelerin sermaye piyasasının özellikleri göz önünde bulundurularak yapılması gerekir<sup>1377</sup>. Bu çerçevede, yatırımcı zararının kapsamı ve türü, zararın doğduğu an, tazmini gereken zarar ve nihayet zararı ispat yükü ortaya konulmalıdır.

##### B- Zararın Kapsamı ve Türü

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk çerçevesinde tazminatın, bir başka deyişle tazmin edilebilir zararın belirlenebilmesi için öncelikle zararın tespiti gerekir. Bu bağlamda, hakim tarafından önce zarar sonra da zararın ne kadarının tazmininin gerektiği belirlenecektir.

Sorumluluğun doğması için her şeyden önce zararın gerçekleşmiş olması gerekir; zira ceza hukukundan farklı olarak sorumluluk hukukunda zarar vermeye teşebbüs etme ya da sadece tehlike yaratma yaptırıma bağlanmamıştır<sup>1378</sup>. Dolayısıyla teşebbüs

---

<sup>1373</sup> Eren, Genel Hükümler, s. 542.

<sup>1374</sup> Oğuzman/Öz, s. 39, dpn. 92; Kılıçoğlu, s. 390.

<sup>1375</sup> Koçhisarlıoğlu, s. 232; Oğuzman/Öz, s. 114.

<sup>1376</sup> Oğuzman/Öz, s. 41.

<sup>1377</sup> Wagner, Schadensberechnung, s. 497.

<sup>1378</sup> Eren, Genel Hükümler, s. 542.

aşamasında kalan ve zarar doğurmayan işlem ve eylemler dolayısıyla kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluk doğmaz.

Zarar kavramı sorumluluk hukukunda farklı yönlerden sınıflandırmalara tabi tutulmaktadır. Bu noktada, malvarlığı zararı-şahıs varlığı zararı, doğrudan zarar-dolaylı zarar, somut zarar-soyut zarar, mevcut zarar-müstakbel/muhtemel zarar, menfi zarar-müspet zarar gibi ayrımlar söz konusudur<sup>1379</sup>. Zararın tabi tutulduğu bu tasnifler kavramın daha iyi anlaşılmasının yanında tazminat miktarının belirlenmesine de doğrudan etki eder.

İlk olarak belirtelim ki, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğabilecek zarar *maddi zarar* niteliğinde olup kişinin şahıs varlığında değil *malvarlığında* bir eksilmeye yol açmaktadır (*malvarlığı zararı, mameleki zarar*)<sup>1380</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zarar, bu alanın objesini oluşturan sermaye piyasası araçlarının uğradığı değer kaybına dayanmaktadır. Bu bağlamda, sermaye piyasası bilgilerinden doğan zarar somut birtakım eşyaların hasara uğraması veya kişinin bedensel varlığında meydana gelen yahut kişinin mutlak haklarının ihlâlinden kaynaklanan bir zarar değil salt malvarlığı zararı (*reinen Vermögensschaden, pure economic loss*) olarak nitelenen zararlardandır<sup>1381</sup>. Taraflar arasında bir sözleşme ilişkisinin olmadığı durumlarda salt malvarlığı zararlarının tazmini için özel koruma normunun bulunması gerekmektedir<sup>1382</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olmasından hukuki sorumluluk öngören hükümler bu ihtiyacı gidermektedir<sup>1383</sup>.

Salt malvarlığı zararları gibi yalnız parayla ilgili zarar doğuran bu tür ilişkilerde taraflar arası ilişkinin yoğunluğu ne kadar yüksekse oluşan ekonomik zararın miktarı da o kadar yüksek olmaktadır<sup>1384</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta da yatırımcının sahip olduğu sermaye piyasası aracının fazla miktarda olması zarar miktarını artırıcı rol oynayacaktır.

Bu çerçevede, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta kişinin iradesi dışında malvarlığında meydana gelen eksilmenin tazmini söz konusu olacaktır.

<sup>1379</sup> **Eren**, Genel Hükümler, s. 543, 545, 546; **Kılıçoğlu**, s. 391-400.

<sup>1380</sup> Malvarlığı zararı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Kırca, Ç.**: Bilgi Vermeden Dolaylı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk, Ankara 2004, s. 9-21; **Çağlayan Aksoy, P.**: Hukuka ve Ahlâka Aykırılık Unsurları Çerçevesinde Salt Malvarlığı Zararlarının Tazmini, İstanbul 2016.

<sup>1381</sup> **Kalss**, s. 78; **Wagner**, Schadensberechnung, s. 502.

<sup>1382</sup> **Kırca**, s. 15 vd.; **Çağlayan**, s. 173 vd.; **Baysal**, s. 186, 187.

<sup>1383</sup> Almanya’da kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta uygulama alanına sahip olan BGB’nin § 823.2 hükmünün özel koruma normu (*Schutzgesetz*) niteliğinde olduğu kabul edilmektedir (**Richter**, s. 41).

<sup>1384</sup> **Kalss**, s. 78.

Diğer taraftan, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan açıklamalar dolayısıyla kişinin şahıs varlığında zarar meydana geldiğinden, örneğin yanıltıcı açıklamalar dolayısıyla elem ve ızdırap duygusu uyandığı ileri sürülerek, bu zararının giderilmesine yönelik taleplerin karşılanabilmesi, bir başka deyişle manevi zararın tazmini mümkün değildir.

Malvarlığının kapsamına aktifler ile birlikte pasifler da dahil olduğundan pasifteki yani borç ve yükümlülüklerdeki artış da genel olarak maddi zararın kapsamındadır. Bir yatırımcının bir başka kişiye pay senedi üzerinden borçlandığı durumlarda, bu araçların fiyatının hukuka aykırılık taşıyan bir kamuyu aydınlatma belgesi nedeniyle olması gerekenden yüksek seviyeye gelecek şekilde artmasının pasifi artırıcı bir zarara yol açtığı düşünülebilir. Böyle bir durumda kişinin zararının kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan özel sorumluluk hükümleri çerçevesinde karşılanması mümkün değildir. Zira, söz konusu düzenlemeler, bilgilendirilmiş yatırım kararının alınabilmesini hedefleyen hükümlerin müeyyidesi olarak öngörülmüş olup kamuyu aydınlatma ilkesinin işlevlerine ve yatırımcıları korumaya yönelik normlara aykırılık taşıyan zarar verici işlem ve eylemler tazminat yaptırımına tabi tutulmaktadır.

Doğrudan zarar-dolaylı zarar ayrımı açısından konuya bakıldığında, bu kavramların genel anlamlarının ve şirketler hukukuna özgü anlamlarının ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekir. Genel hükümler açısından; zarar verici olayın uygun sonucu olarak meydana gelen zarar *doğrudan zarar*, doğan zarara bağlı olarak sonradan ortaya çıkan zarar ise *dolaylı zarar* ifade eder<sup>1385</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğrudan zararın karşılanmasında şüphe bulunmamakla birlikte, dolaylı zararın ne şekilde oluşabileceği ve tazmininin gerekip gerekmediği izaha muhtaçtır. Dolaylı zararda esas zararı takip eden ve fiil ile uygun illiyet bağının mevcut olması gerekli bir zarar söz konusudur. Bu açıdan tazmini mümkün olan dolaylı zararın tespiti illiyet bağı ile de bağlantılı bir konudur. Kamuyu aydınlatma belgeleri sebebiyle doğabilecek dolaylı zararların ne olabileceğini düşündüğümüzde, örneğin zarara uğrayan yatırımcının bu zarara uğramayacak olsaydı elde edeceği miktarla yapacağı bir başka yatırımdan elde edeceği muhtemel kârın sorumluluk hükümleri çerçevesinde kendisine ödenmesini talep edip edemeyeceği sorusu gündeme gelir. Benzer şekilde, kamuyu aydınlatma belgesindeki hukuka aykırılık dolayısıyla ticari faaliyetleriyle ilgili bir taahhüdünü yerine getirmesine engel olunduğunu ileri süren bir tacir ya da esnaf bu sebeple uğradığı zararın giderilmesini isteyebilir mi? Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde özel olarak öngörülen sorumluluk düzenlemeleri bu türden zararların tazminini konu almamaktadır.

---

<sup>1385</sup> Oğuzman/Öz, s. 43; Kılıçoğlu, s. 393-395.



Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan tazmin edilebilir zarar kavramının bu derece genişletilmemesi, *zarar verenin öngörüsünün çok ötesine giden fahiş tazminat miktarları yaratılmamasına* ilişkin sorumluluk hukuku yaklaşımına<sup>1386</sup> da uygun düşer. Zira, tazmin edilebilir zararın sınırları belirlenirken zarar gören kişinin zarar verenden haklı ve makul beklenti derecesi esas alınmalıdır<sup>1387</sup>. Şirketler hukukunda yapılan doğrudan zarar-dolaylı zarar ayrımı açısından ise kimlerin şirketin uğradığı zararlar dolayısıyla dolaylı zararlarını dava edip edemeyecekleri sorusunun yanıtlanması gerekir. Aşağıda inceleneceği üzere, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümleri yatırımcının doğrudan zararının giderilmesine yöneliktir. Elbette şirketin gördüğü zarar dolayısıyla pay sahiplerinin ve şirketin iflâs etmiş olması hâlinde alacaklıların TTK m. 555 ve 556 çerçevesinde tazminatın şirkete ödenmesi istemli dava açma hakları saklıdır. Ancak, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin özel hükümler çerçevesinde tazmini gereken zararlar, belgenin içerdiği hukuka aykırılığın yatırımcı nezdinde yol açtığı doğrudan zararlardır.

Öğretide ve uygulamada yapılan somut zarar-soyut zarar ayrımı da bu konuyla ilgilidir. Bu ayrım zararın tasnifi açısından değerlendirilen bir husus olsa da, esas itibarıyla tazminatın hesabıyla ilgilidir. Zarar miktarının doğru belirlenebilmesi için konuya bu ayrım açısından da yaklaşılmada fayda vardır. Söz konusu ayrım bağlamında, zarar görenin subjektif somut durumuna göre mi yoksa zarar konusu varlığın objektif değeri üzerinden mi belirleme yapılması gerektiği ortaya konulmalıdır<sup>1388</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararın hesaplanmasında zarar konusu varlığın piyasa değerinin mevcut olması dolayısıyla aracın objektif değerinin dikkate alınması uygun olacaktır.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta zarar görenin hukuka aykırı kamuyu aydınlatma belgelerinin sonucu olarak ortaya çıkmış mevcut zararının giderilmesi istenebilir. Zararın nitelikleri arasında yer alan “kesinlik”, zararın mevcut olmasının yanı sıra belirli ya da belirlenebilir olması gerekliliğini de beraberinde getirir. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta mevcut zararın tazmini gerekli olup müstakbel (gelecekteki) ve muhtemel zararların tazmini söz konusu olamaz<sup>1389</sup>.

---

<sup>1386</sup> **Baysal**, s. 165.

<sup>1387</sup> **Baysal**, s. 165, 166.

<sup>1388</sup> **Eren**, Genel Hükümler, s. 553.

<sup>1389</sup> Mevcut, müstakbel ve muhtemel zarar kavramları hakkında bkz. **Oğuzman/Öz**, s. 44; **Baysal**, s. 354-356.

Son olarak belirtelim ki, zarar konusunda bir başka sınıflandırma türü olan menfi zarar-müspet zarar ayrımı sözleşme sorumluluğu açısından yapılan bir sınıflandırma olduğundan kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zarar bu ayrım içerisinde bir yere konumlandırılmaz.

## C- Tazminatın Belirlenmesi

### a- Genel Kural

Kamuyu aydınlatma belgeleri dolayısıyla bir zararın doğduğunu kabul etmek ile zararın tazmininin gerekip gerekmediğinin ve tazmini gereken zarar için öngörülen özel hükümler çerçevesinde bir dava hakkı tanınıp tanınmayacağına ayrı konular olduğunun gözden uzak tutulmaması gerekir. Zira, her zarar, hukuk düzeninin tazminini öngördüğü bir durum ortaya çıkarmamaktadır. Sorumluluk hükümlerinin işletilebilmesi için tazmin mekanizmasının öngördüğü diğer koşulların da mevcudiyetinin gerekli olduğu unutulmamalıdır.

Ayrıca belirtelim ki, Türk hukukundaki mevcut düzenleme çerçevesinde kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararda aynen değil *nakden tazmin* söz konusu olur. Avrupa Birliği'ne üye devletlerde hukuki durum bu konudaki farklı anlayışlar dolayısıyla ikili bir ayrım çerçevesinde şekillenmiştir<sup>1390</sup>. Bazı ülkeler, zararın belirlenmesi ve tazmininde somut olaya bağlı olarak ilgili farkın nakden tazmini esasını benimsemişken (*Kursdifferenzschaden*); diğer bazı ülkeler ise ilaveten aradaki eski halin iadesi sonucunu doğuracak yaptırımları da tercih etmiştir (*Naturalrestitution*)<sup>1391</sup>. Eski halin iadesi sonucuna ulaşılmasını sağlayan tercih ise Almanya'da kabul edildiği gibi *sermaye piyasası aracını iade hakkının* tanınmasıdır. ABD'de de izahnameden doğan sorumlulukta bu olanak tanınmıştır. Türk hukukunda da izahnameden ve ihraç belgesinden doğan hukuki sorumlulukta bu alternatiften yararlanılmasına yönelik hukuki düzenleme getirilmesi düşünülebilir<sup>1392</sup>.

Türk sorumluluk hukukunda tazmini gereken zararın belirlenmesinde hakim görüş “fark görüşü”dür (*fark teorisi*)<sup>1393</sup>. Zarar miktarının belirlenmesi için ilke olarak, *zarar gören kişinin zarar verici olay sonrası malvarlığının geldiği nokta ile bu olay*

---

<sup>1390</sup> **Veil**, s. 307.

<sup>1391</sup> **Veil**, s. 307.

<sup>1392</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-C-b-cc-ddd-“İzahname ve İhraç Belgesinden Doğan Hukuki Sorumlulukta İade Hakkının Tanınması Önerisi”.

<sup>1393</sup> **Baysal**, s. 156, 161.

*olmasaydı geleceği nokta arasındaki fark* dikkate alınır<sup>1394</sup>. Bu farkın, başka bir deyişle söz konusu menfaatin doğru belirlenebilmesi ise her zaman ifade edildiği kadar kolay değildir. Gelişen ekonomik ilişkiler bu konuyu da zamanla karmaşıktırmıştır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararın ve tazminatın belirlenmesi için de zararın doğma anı esas alınmalıdır.

## **b- Zararın Doğma Anı ve Tazminat**

### **aa- Genel Olarak**

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta zararın doğduğu anı belirlemek üç bakımdan önem taşımaktadır:

Bunlardan ilki ve en önemlisi, tazminatın belirlenebilmesi ile talep edilebilmesinin zararın doğmasına bağlı olmasıdır. Sorumluluk hukukunda henüz zarar meydana gelmedikçe tazminat davası açılmaz<sup>1395</sup>. Dolayısıyla tazminat davasının açılabilmesi açısından zararın doğup doğmadığı önem taşır. Tazminat belirlenirken esas alınması gereken zaman konusunda ise öğretide baskın görüş ilk derece mahkemesinin *hüküm tarihi* olsa da, Yargıtay'ın da benimsediği *zararın doğduğu an* dikkate alınacaktır<sup>1396</sup>. Buna bağlı olarak, yatırımcının uğradığı zararın faizinin de talep edildiği hallerde bu hesaplanmanın yapılabilmesi açısından da zararın doğduğu an önem taşır. Bunlarla birlikte, zararın meydana geldiği anın belirlenmesi kamuyu aydınlatma belgelerinden doğacak taleplerin zamanaşımına uğrayıp uğramadığının belirlenebilmesi bakımından da önemlidir. Zira, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan tazminat talebi, *zararın meydana geldiği tarihten itibaren altı ay içinde zamanaşımına uğrar* (SerPK m. 32/6)<sup>1397</sup>.

Şu hâlde, kamuyu aydınlatma belgelerindeki hukuka aykırılıklarda zararın ne zaman doğacağı belirlenmelidir. Genel olarak zarar, *malvarlığındaki azalmanın gerçekleştiği anda* doğar. Kamuyu aydınlatma belgelerinde zarar miktarının belirlenmesi, sermaye piyasası aracında oluşan fiyat farklılaşmasının hangi zamanlar dikkate alınarak tespit edilmesi gerektiği noktasında da belirli hukuki problemleri içinde

<sup>1394</sup> Eren, Genel Hükümler, s. 544, 545; Oğuzman/Öz, s. 39.

<sup>1395</sup> Oğuzman/Öz, s. 70; Kılıçoğlu, s. 533.

<sup>1396</sup> Oğuzman/Öz, s. 88; Eren, Genel Hükümler, s. 748; Baysal, s. 350.

Öğretide davacı tarafından tazmin talebinin sunulduğu dava açma tarihi esas alınması gerektiği de ifade edilmiştir (Eren, Genel Hükümler, s. 749). Eren'e göre, zarar görene bu seçim hakkının tanınması da yerinde olabilir (Eren, Genel Hükümler, s. 749).

Kılıçoğlu ise fiilin işlendiği anın dikkate alınması gerektiğini ifade etmektedir (Kılıçoğlu, s. 523, 524).

<sup>1397</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-VI-“Zamanaşımı”.

barındırmaktadır<sup>1398</sup>. Sermaye piyasası yatırımcısının malvarlığındaki azalmanın gerçekleştiği anın ne zaman olduğuna ilişkin öğretideki farklı görüş ve yaklaşımlar her biri zararın doğum anı konusunda farklı sonuçlara götüren üç temel soruyu karşımıza çıkarmaktadır<sup>1399</sup>:

İlk olarak, bir sermaye piyasası aracını hukuka aykırı kamuyu aydınlatmanın etkisinde oluşan yapay fiyattan satın alınması zararın doğumu için yeterli midir? Bu soruya olumlu yanıt verilmesi hâlinde, sermaye piyasası aracının gerçek fiyatı ile hukuka aykırı kamuyu aydınlatma dolayısıyla oluşan yüksek fiyat arasındaki fark zararı oluşturur. Bu görüş, etkin bir piyasada bilgi fiyata yansıtacağından hukuka aykırı bilginin fiyatı yapay olarak şişirmesi hâlinde henüz alım yapıldığı an zararın doğmuş olduğu düşüncesine dayanmaktadır.

İkinci olarak, sermaye piyasası aracı üzerinde yalnızca yapay fiyattan işlem yapılması yeterli görülmeyip gerçekliğin ortaya çıkışı ve sermaye piyasası aracının fiyatına etki etmesi aranmalı mıdır? Bu soruya olumlu yanıt verildiği takdirde ise ilk işlemle zarar henüz doğmamıştır. Kamuyu aydınlatma belgesinin hukuka aykırılık içerdiğinin öğrenilmesi ve gerçek durumun ortaya çıkmasının piyasa fiyatlarına yansıdığının görülmesi gerekir. Hukuka aykırı kamuyu aydınlatmanın piyasada açığa çıkma tarihi sermaye piyasası aracının fiyatına etki edeceğinden bu anın belirlenmesi önem taşımaktadır<sup>1400</sup>. Bu takdirde fiyat değişiminin gerçekleşmesi ile zarar doğmuş olacaktır.

Üçüncü soru ise ikinci soruyu bir adım daha ileri götürmektedir. Buna göre, gerçeğin ortaya çıkması ve buna ek olarak sermaye piyasası aracı üzerinde daha önce yapılan alım işleminin ters işlemi olarak satımın gerçekleşmesi zararın doğumu için zorunlu mudur? Bu düşünce kapsamında zararın somut olarak ortaya çıkmasının ters işlemin yapılmasına bağlı olduğu ve bu işlem yapılmadıkça tazmin sorumluluğunun doğmayacağı ifade edilmektedir.

### **bb- Öğretide İleri Sürülen Görüşler**

Hukukumuzda kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta zararın doğum anına yönelik açık bir belirleme yoktur. Ancak, SerPK'nın "*Yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren izahnamenin geçerlilik süresi boyunca; diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin ise kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra, ilk halka arzdan veya borsada*

<sup>1398</sup> **Weller**, s. 1358.

<sup>1399</sup> **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 131.

<sup>1400</sup> **Fox**, Causation, s. 523.

*satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine yatırımcıların malvarlıklarında zarar meydana gelmesi hâlinde bu maddeye göre ileri sürülecek tazminat talepleri açısından kamuyu aydınlatma belgesi ile zarar arasında illiyet bağı kurulmuş sayılır.”* şeklindeki m. 32/4. fıkrası hükmü öğretide konuyla ilgili görülmektedir.

Bu bağlamda, SerPK m. 32/4. fıkrası ile bir taraftan illiyet bağı özel olarak düzenlenirken diğer taraftan da kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluktaki zararın tanımlandığı dile getirilmiştir<sup>1401</sup>. SerPK m. 32/4’de yer verilen tanıma girmeyen zararların ise genel hükümler çerçevesinde tazmininin söz konusu olabileceği belirtilmiştir<sup>1402</sup>.

*Manavgat*, hukuka aykırı bilginin zarar verici olay olarak değerlendirilemeyeceği ve yatırımcıların malvarlığında azalmaya yol açan işlemin, alım ve satım fiyatları arasındaki farktan oluşacağı bunun için de hukuka aykırı bilginin araç fiyatı üzerindeki etkisinin ortadan kalkmasının gerektiğini ifade etmiştir<sup>1403</sup>. Yazar, salt yüksek fiyattan alım yapmanın zararın doğduğunu kabul için yeterli olmadığını<sup>1404</sup>; yatırımcıların malvarlığında zararı doğuran hususun sorumluluk doğurucu nitelikteki belgenin yayımı değil de alım ve satım fiyatı arasındaki olumsuz fark olduğunu; zararın doğmuş sayılabilmesi için ise her iki işlemin de yapılmış olması gerektiğini vurgulamıştır<sup>1405</sup>. Bu bağlamda, sadece fiyat değişiminin gerçekleşmesi zararın doğumu için yeterli görülmemektedir<sup>1406</sup>.

*Meral*, sermaye piyasasında zarar kavramının genel hükümlerden farklı olduğu ve kapsamının daha dar kabul edilmesi gereğinden hareketle konuya yaklaşmış ve bununla birlikte SerPK m. 32/4’ün bir zarar tanımı getirmesi gerekçesiyle ters işlemin gerekli olduğunu ve bu görüşün kabulünün fiili zararın hesaplanmasını da kolaylaştıracağını belirtmiştir<sup>1407</sup>.

---

<sup>1401</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 243, 254; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 123; **Keskin**, s. 114; **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 143, 144; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 415 vd.; **Gözüyeşil**, s. 271.

<sup>1402</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 254, 257; **Gözüyeşil**, s. 271.

<sup>1403</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 254.

<sup>1404</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 251.

<sup>1405</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 254, 257.

<sup>1406</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 251.

<sup>1407</sup> **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 143-148.

*Kara ve Adıgüzel* ise kamuyu aydınlatmadan doğan sorumlulukta zararın sermaye piyasası aracının satın alındığı andaki gerçek değeri ile satın alanın bunun için ödediği bedel arasındaki farktan oluştuğunu ifade etmişlerdir<sup>1408</sup>. Bununla birlikte, yazarlar, izahnameden doğan sorumlulukta halka arzda ödenen fiyat ile gerçeğin ortaya çıkması sonrası aracın geldiği fiyat arasındaki değer kaybından sorumluluğun doğacağını vurgulamışlardır<sup>1409</sup>.

## **cc- Değerlendirme**

### **aaa- Genel Olarak**

Sermaye piyasasında zararın olup olmadığını, doğduğu anın ve miktarının belirlenmesini güçleştiren husus, sürekli olarak işleyişine devam eden dinamik bir piyasanın söz konusu olmasıdır<sup>1410</sup>. Diğer taraftan aşağıda illiyet bağında da açıklanacağı üzere, bu piyasadaki araç fiyatlarının birçok etkene bağlı olarak belirlenmesi de doğan zararın ne kadarının tazmini gereken bir zarar olduğunun belirlenmesini güçleştirmektedir. Bu açıdan kesin bir ayrıştırmanın yapılabilmesi çoğu kez mümkün değildir. Zarar miktarının bu çerçevede kesin olarak belirlenmesinin imkânsızlığı dolayısıyla kanun koyucunun ilgili düzenlemelerle bunu objektif esaslara bağlaması düşünülebilir.

Ancak, kanaatimizce, öğretideki hakim görüşün aksine SerPK m. 32/4. fıkrası kamuyu aydınlatma belgelerine yönelik zararın sınırını kesin şekilde çizmez; sadece *illiyet bağının kurulmuş varsayıldığı zararı* oluşturur.

Zarar kavramının genel nitelikte kanuni bir tanımına yer verilmemesi kavramın gelişmelere uyum ve sosyal adaletin sağlanması açısından uygundur<sup>1411</sup>. Ancak, sorumluluk doğuran belirli özel durumlarda *zarar* kavramının hukuk kuralları ile belirlenmesi işlevsel olabilir<sup>1412</sup>. Sermaye piyasasında kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zarar gibi kapsamı ve sınırları tereddüt uyandıracak durumlarda ilgili düzenlemelerle açık bir belirleme yapılmasında yarar vardır. Bu yönde bir belirlemenin mevcut olmadığı durumlarda farklı yorumların götüreceği farklı sonuçlar adaletin yatay eşitlik prensibi çerçevesinde sağlanmasının önüne geçecektir. Bu bağlamda, kanun koyucunun kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zarar konusunda iradesini ortaya

<sup>1408</sup> **Kara**, s. 149, 150; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 120.

<sup>1409</sup> **Kara**, s. 150; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 120.

<sup>1410</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 246.

<sup>1411</sup> **Baysal**, s. 160.

<sup>1412</sup> **Koçhisarhoğlu**, s. 228.

koyan ve uygulamada birliği sağlayacak açık bir belirleme yapması uygun olabilir. Söz konusu belirleme yapılana kadar ise işlem ve eylemlerin niteliği ile menfaat dengesi gözetilerek hukuka uygun bir çözümün ortaya konması gerekliliği doğmaktadır.

Sorumluluk doğurucu nitelikteki açıklamalar, temelde iki farklı durumda, yüksek fiyattan alış yahut düşük fiyattan satışa sebebiyet vermesi dolayısıyla zarar doğurmaktadır<sup>1413</sup>.

(ı) En yaygın hâl, gerçekte olan mevcut durumdan çok daha olumlu bir bilgilendirmeye dayalı olarak sermaye piyasası aracı fiyatlarının olması gerekenden yüksek düzeye çıkmasının zarara yol açmasıdır<sup>1414</sup>. Bu durumda yatırımcılar, sermaye piyasası araçlarına olması gerekenden fazla bedel ödeyerek sahip olmakta ve daha sonra gerçek durumun ortaya çıkmasıyla zarara uğramaktadır<sup>1415</sup>.

Keza, hukuka aykırı kamuyu aydınlatmadan önce sermaye piyasası aracını alıp satmayı düşünen bir yatırımcının da olumlu-gerçek dışı bilgilerden dolayı satmaktan vazgeçmesinin de zarara yol açtığı akla gelebilir. Gerçek durumun ortaya çıkmasıyla pay senetlerinin fiyatlarının azalması bu kişinin satış kararını icra etmemesi dolayısıyla zararına yol açacaktır<sup>1416</sup>. Ancak, bu durumda yatırımcının belgeye dayalı olarak hiçbir işlem yapmamış olmasından hareketle bu durum kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerinin yöneldiği koruma alanının dışındadır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin özel hükümler kapsamında tazmini gereken zarar belirlenirken yatırımcının bilgiye dayalı olarak en az bir hukuki işlem yapmış olması gerekir (işlem gereksinimi).

Önemle belirtelim ki, yapay bir şekilde yüksek olan fiyattan alım yapma anında tazmini gereken zararın doğduğu kabul edilemez. Zira, hukuka aykırı bir kamuyu aydınlatma her durumda yatırımcı zararına yol açmaz. Hukuka aykırılık taşıyan kamuyu aydınlatma belgesi mevcut olsa da fiyatı etkileyen başkaca faktörlerin etkisiyle sermaye piyasası aracının fiyatı düşmeyebileceği gibi yükseledebilir. Sorumluluk hukukundaki zararın somut olarak varlığı gereksinimi burada etkisini gösterir. Bu bağlamda, gerçeğin ortaya çıkmasının sonucu olarak sermaye piyasası aracı fiyatına olumsuz bir yansıma olmadıkça yatırımcının malvarlığında fiili bir azalma gerçekleşmeyeceğinden bu durumda özel hükümler kapsamında tazmini gerekli bir zarar doğmayacaktır.

---

<sup>1413</sup> Kalss, s. 77.

<sup>1414</sup> Richter, s. 6; Booth, s. 5, 6.

<sup>1415</sup> Richter, s. 6.

<sup>1416</sup> Richter, s. 6.

Birinci alternatifte Alman öğretisinde ileri sürülen varsayımsal değerin (*hypothetischen Preises*) esas alınması görüşünden<sup>1417</sup> yararlanılabilir. Bu görüş çerçevesinde, sorumluluk hukukundaki fark teorisinin gereği olarak yatırımcının araca ödediği değer (*tatsächlichen gezahlten Transaktionspreis*) ile varsayımsal değer (*hypothetischen Preises*) arasındaki farkın esas alınması gerektiği ifade edilmektedir<sup>1418</sup>. Varsayımsal değer, aradaki farkın hesaplanmasına yarayan bir referans olup *gerçek durumun ortaya çıkmasının hemen sonrasındaki değer*<sup>1419</sup>.

Hemen belirtelim ki, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıkışının, kamuya açıklanması olarak anlaşılması gerektiği ifade edilmiştir<sup>1420</sup>. “Kamuya açıklama”, aydınlatmayı yapan kişinin aktif bir fiilini gerektiren bir eylemdir. Bununla birlikte, gerçeğe uygun bilginin piyasadaki yatırımcılar nezdinde “bilinirlik kazanması”nın kamuya yapılan açıklamadan daha önce gerçekleşmesi ve piyasa fiyatlarına yansması hâlinde şirket tarafından kamuya açıklama yapılmasının beklenmesi gerekli değildir.

(u) Yukarıdaki duruma göre daha az rastlanmakla birlikte, zarara yol açan ikinci ana kategori, şirketin gerçekte olan durumdan daha olumsuz yönde bilgi paylaşımı veya mevcut olumlu durumun hiç açıklanmaması dolayısıyla o dönem piyasaya sunulan ya da sunulması ihmal edilen bilgi çerçevesinde şirketin sermaye piyasası araçlarını olması gerekenden daha düşük fiyata satan kişilerin mevcut olmasıdır.

Yine muhtemeldir ki, şirketin sermaye piyasası araçlarını almak isteyen fakat piyasaya sürülen olumsuz-gerçek dışı haberler dolayısıyla vazgeçen kişiler de söz konusu olabilir<sup>1421</sup>.

Bu kategoride yine bilginin etkisindeki fiyattan işlem yapanlar zararlarının tazminini isteyebilecek iken araç satın almak isteyip de almaktan vazgeçenler bilgiye dayalı olarak hiçbir işlem yapmadıkları için sorumluluk hükümlerinin koruma alanının dışındadır<sup>1422</sup>.

İkinci alternatifte bakıldığında, olumlu bir bilginin saklanması ya da gerçeğe aykırı şekilde sunulması hâlinde fiyatlar bu durumun etkisi altındadır. Dolayısıyla bu süreçte satım yapan kişiler açısından da varsayımsal gerçek değerden daha düşük fiyata yapılan

<sup>1417</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 414; **Klöhn**, Marktbetrug, s. 691.

<sup>1418</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 414; **Klöhn**, Marktbetrug, s. 691.

<sup>1419</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 413, 420. Ancak, bu yöntemde de özellikle gerçek durumun aniden ortaya çıkmadığı hâllerde zararın belirlenmesinin güçlük arz ettiği ifade edilmektedir (**Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 421).

<sup>1420</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 254; **Keskin**, s. 114.

<sup>1421</sup> **Richter**, s. 6.

<sup>1422</sup> Aynı yönde **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 145.



satış dolayısıyla satış anında ve her iki değer arası fark kadar zararları doğar. Daha somut bir ifadeyle, zarar verici fiil ya da işlem sonrasında araç olması gerekenden daha düşük fiyata satıldığında, kamuyu aydınlatma belgesi yukarıda ayrıntılı olarak açıklanan hukuka aykırılık unsurlarını taşıyor olmasaydı sermaye piyasası aracının fiyatı ne olacak idiye onunla sermaye piyasası aracının hâlihazırdaki değeri arasındaki fark yatırımcının zararını oluşturmaktadır.

Ayrıca belirtelim ki, kural olarak birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi olsa da, izahnamede yer alan hukuka aykırılıklar bu belgelerin geçerlilik süresince ikinci el piyasada da bilginin etkisiyle gerçekleşen alım ya da satım kararıyla zararın doğması söz konusu olabilir<sup>1423</sup>.

Tazmini gereken zararın belirlenmesinin sorunsal bir noktası sermaye piyasası aracında meydana gelen fiyat değişimine etki eden başkaca sebeplerin bulunup bulunmadığı meselesidir. Sürekli olarak yeni gelişmelerin etkisinde olan sermaye piyasasında fiyat hareketlilikleri şirket içi ve şirket dışı birçok etkene bağlıdır. Bunlar arasında piyasadaki genel gelişmeler ve şirkete ilişkin diğer hususlar da etki gücüne sahiptir. Hal böyleyken, sermaye piyasası aracının değerinde somut bir azalma olduğunda dahi bunun ne kadarının bilgiden kaynaklandığını objektif ve kesin olarak belirleyebilmek güç hatta imkânsızdır. Konunun arz ettiği önem dolayısıyla bu konuda konunun uzmanı bir bilirkişiden rapor alınmadan karar verilmemesi gerektiği ifade olunmaktadır<sup>1424</sup>. Aynı gerekçe, tazminatın belirlenmesinde bir yol olarak TBK m. 50/2 ve 51/1. fıkralarından yararlanılması gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır<sup>1425</sup>.

Sermaye piyasasında fiyatın bilgiyi yansıttığını varsayan etkin sermaye piyasası teorisi bu açıdan dikkate alındığında; yanlış, yanıltıcı yahut eksik bilgi, aracın gerçek değeri ile mevcut değeri arasında bir fark oluşturacaktır. Maddi gerçeklik ortaya çıktığında bu durum araç fiyatlarında bir karşılık bulacaktır. Tazmini gereken zarar da bu noktada ortaya çıkar. Ancak, diğer taraftan bu etkinin fiyata ne zaman yansıtılmasının kesin olarak belirlenebilmesinin ve miktarının kesin olarak ispatı son derece güçtür.

Zararın belirlenmesi konusu ABD öğretisinde çok tartışılmış olsa da, bu konudaki az sayıda içtihatın varlığı dolayısıyla konu hâlâ bir ölçüde belirsizliğini

---

<sup>1423</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-9-“İzahnamenin Geçerlilik Süresi” ve Dördüncü Bölüm-II-3-B-“İkinci El Piyasa İşlemleri Dolayısıyla”.

<sup>1424</sup> **Roberto/Wegmann**, s. 172; **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 414.

<sup>1425</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-C-b-cc-ccc-“Tazminatın Belirlenmesinde Türk Borçlar Kanunu m. 50/2. ile m. 51/1. Fıkralarından Yararlanılması Önerisi”.

sürdürmektedir<sup>1426</sup>. ABD Federal Yüksek Mahkemesi'nin meşhur *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* kararı<sup>1427</sup> kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararın ne şekilde belirlenmesi gerektiğine yönelik olarak bu ülke uygulamasına ilişkin bilgi vermektedir. Kararda, hukuka aykırı kamuyu aydınlatmanın etkisiyle piyasada oluşan yapay fiyatın tek başına zararın oluştuğuna ve ispatına yetmediği ile hukuka aykırı kamuyu aydınlatmanın sermaye piyasası aracının piyasada değerine fiili etkisinin belirlenmesinin zorunlu olduğu ifade edilmiştir<sup>1428</sup>. Bu durum esas itibarıyla *zarar illiyetinin* bir başka deyişle hukuka aykırı bilgilendirme ile zarar miktarı arasındaki illiyet bağının yatırımcı tarafından kanıtlanmasıyla<sup>1429</sup> ilgili olmakla beraber, zararın belirlenmesi hakkında da yol gösterici ifadeler içermektedir.

*Dura Pharmaceuticals v. Broudo* kararının zararın belirlenmesi konusundaki özü, davacının *Dura Pharmaceuticals* şirketinin paylarını aldığı sırada hukuka aykırı kamuyu aydınlatmanın etkisiyle pay fiyatlarının yapay şekilde yüksek olmasının zararın doğumu için yeterli görülmemesidir. Federal Yüksek Mahkeme, bu kararında zararın doğumu konusunda, hukuka aykırı kamuyu aydınlatma konusunda gerçek durumun ortaya çıkışına piyasa fiyatlarının tepki vermesinin gerekli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bununla birlikte, sermaye piyasası aracının fiyatında gerçekten kamuyu aydınlatmadan kaynaklı bir düşüş olsa bile, kısa süreli bir düşüş sonrası fiyatın tekrar herhangi bir sebeple eski seviyeye çıkması hâlde aracı hâlâ elinde bulunduran yatırımcıların tazmini gereken bir zararlarının söz konusu olmayacağı da vurgulanmıştır<sup>1430</sup>. Şu hâlde, *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* kararı ışığında yukarıdaki “bir sermaye piyasası aracını hukuka aykırı kamuyu aydınlatmanın etkisinde oluşan yapay fiyattan satın alınması zararın doğumu için yeterli midir?” şeklinde yöneltile soruya olumsuz yanıt verilmesi uygun olacaktır. Diğer taraftan, bu karar uyarınca, zararın doğduğunu kabul için yukarıda belirtilen ikinci aşamayı ifade eden sermaye piyasası *aracı üzerinde sadece yapay fiyattan işlem yapılması yeterli olmamakla birlikte, gerçekliğin ortaya çıkışı ve sermaye piyasası aracının fiyatına etki etmesinin aranması gerektiği* sonucuna ulaşılır. Hukuka aykırı kamuyu aydınlatma belgesinden kaynaklanan zarar da bunun sonucunda gerçekleşecek fiyat değişimi ile doğar<sup>1431</sup>.

---

<sup>1426</sup> **Richter**, s. 63.

<sup>1427</sup> 544 U.S. 336 (2005).

<sup>1428</sup> *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* 544 U.S. 336 (2005), par. 342 vd. Ayrıca bkz. **Langenbucher**, s. 312.

<sup>1429</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-a-bb-“Zarar İlliyeti”.

<sup>1430</sup> **Coffee**, s. 538.

<sup>1431</sup> Zararın doğması için ters işlemin yapılması zorunluluğu kararda öngörülmemiştir. Aksi yönde **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 136.

### bbb- Ters İşlemin Yapılmasının Gerekli Olup Olmadığı

Yukarıda da belirtildiği gibi<sup>1432</sup>, Türk öğretisinde ABD’de ileri sürülen bazı görüşlerden ve SerPK m. 32/4 çerçevesinde bir zarar tanımı öngörüldüğünden hareketle, yatırımcıların malvarlığında zararın doğmuş sayılabilmesi için ters işlemin de yapılmış olması gerektiği ifade edilmiştir<sup>1433</sup>. Söz konusu görüşün gerekçesi olarak SerPK m. 32/4. fıkrası ve sorumluluk hukukundaki fark kuramı gösterilmektedir. Dolayısıyla sadece bilgiye dayalı olarak sermaye piyasası aracında fiyat değişiminin gerçekleşmesi ve/veya gerçek durumun ortaya çıkması sonrası araç fiyatlarının değişmesi zararın doğması için yeterli görülmemektedir<sup>1434</sup>. Bu bağlamda, yatırımcının zararının, hukuka aykırı bilgilendirmeden etkilenen fiyatla yapılan işlem ile doğru bilginin açığa çıkması sonrasında yapılan ters işlem arasındaki farktan oluştuğu dile getirilmiştir<sup>1435</sup>.

Öncelikle SerPK m. 32/4 çerçevesinde konunun değerlendirilmesinde yarar vardır. Bu fıkra son derece uzun ve ifade olarak birtakım belirsizlikleri içerir şekilde kaleme alınmış olmakla beraber, gerçekten “...ilk halka arzdan veya borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine...” ifadesiyle zıt yönlü iki farklı işleminden bahsetmektedir.

Bu noktada önemle belirtelim ki, kanun koyucu bu düzenlemeyle illiyet bağı karanesinin kurulduğu zarar konusunda bir çıkarımda bulunma olanağı vermekle birlikte, SerPK m. 10 ve 32’nin uygulamasını bu fıkrayla sınırlandırmamak gerekir. Anılan düzenlemeyle SerPK m. 10 ve 32’nin uygulanmasında yabancı ülkelerdeki deneyimlerin ışığında<sup>1436</sup> illiyet bağının mevcut olduğunun varsayılmasına yönelik hukuki bir karine öngörülmüştür. Bu imkânın kullanılması hâlinde yatırımcıların özel olarak illiyet bağının varlığını ispat zorunluluğu ortadan kalkmaktadır. Öte yandan, zarara uğrayan kişilerin SerPK m. 32/4’den yararlanmaksızın illiyet bağının kurulduğunu ispatlamaları

<sup>1432</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-C-b-bb-“Öğretide İleri Sürülen Görüşler”.

<sup>1433</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 254, 257; **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 121, 142, 144, 146; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 415 vd.

<sup>1434</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 251. Öte yandan, yazar daha önceden sahip olunan sermaye piyasası araçlarının hukuka aykırı kamuyu aydınlatmanın etkisiyle değişen fiyattan satış yapması hâlinde de zararın doğduğunu kabul etmekte, ancak bu şekilde doğan zararın genel hükümlere göre tazmininin istenebileceğini belirtmektedir (**Manavgat**, HAAO, s. 257, 258).

<sup>1435</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 254, 257; **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 121, 142, 144, 146; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 415 vd. Benzer yönde bkz. **Kara**, s. 149, 150.

<sup>1436</sup> Bu deneyimlerin oluşması ve hukuki düzenlemelere yansıma süreci hakkında bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-“İlliyet Bağı Karanesi”.

durumunda da SerPK m. 10 ve 32'nin uygulanması söz konusu olabilir<sup>1437</sup>. Böyle bir durumda da zarar gören yatırımcıya karşı SerPK m. 10 ve 32'de belirtilen kişilerin bu düzenlemelerde belirtilen niteliklerde sorumlulukları söz konusu olacaktır. Bu bağlamda, örneğin yatırımcının kusur karinesinden yararlanması mümkündür.

Sorumluluk hukukunun genel esasları çerçevesinde konuya yaklaşıldığında da, fark kuramı gereği zararın doğmasının alım ve satım işlemlerinin her ikisinin de yapılması gerektiği ifade edilmiş olsa da<sup>1438</sup>, kanaatimizce malvarlığındaki eksilmenin somut olarak ortaya çıkması ve zarar olarak kabul edilebilmesi için ters işlemin yapılması zorunlu değildir. Değer kaybı yaratan hukuka aykırı işlem ve eylemlerde zarar, mağdurun malvarlığının aktifinde bir azalmanın gerçekleştiği an doğar<sup>1439</sup>. Bunun için de gerçek durumun ortaya çıkıp piyasa değerine yansması yeterlidir.

Değer kaybının belirlenmesi açısından iki sistem bulunmaktadır. Subjektif sistem malın mağdur için taşıdığı değerini esas alırken objektif sistem malın nesnel piyasa değerini esas alır<sup>1440</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta sermaye piyasası araçlarının objektif sistem çerçevesinde piyasa değeri esas alınacaktır.

Daha açık bir ifadeyle, yatırımcının hukuka aykırı bilgilendirmenin etkisiyle satın aldığı bir sermaye piyasası aracının gerçek durumun ortaya çıkması sonucunda değerinin azalması ya da satın alınmakta olunan bir sermaye piyasası aracının değerinin hukuka aykırı kamuyu aydınlatma ile yapay bir şekilde yüksek olarak belirlenmesi ve gerçek durumun ortaya çıkmasıyla araç fiyatlarında düşüş gerçekleşmesi hâllerinde kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğa ilişkin özel hükümler çerçevesinde giderilmesi gereken bir zarar somut olarak doğacaktır. Kuşkusuz bu zararın tazminine karar verilebilmesi için sorumluluğun diğer koşullarının da mevcut olması gerekir.

Sorumluluk hukukumuzun dayandığı Kıta Avrupası hukuk sisteminde kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerimizin çok sıkı ilişki içerisinde bulunduğu Alman hukukunda da ters işlem gerekliliği şart koşulmamaktadır. Bununla birlikte, hukuki sorumlulukta yaptırımın uygulanma şekline yönelik olarak gerek WpPG § 8 ilâ § 16. paragrafları çerçevesinde izahnameden; gerekse WpHG § 97 ve § 98. paragrafları çerçevesinde özel durum açıklamalarından doğan sorumlulukta<sup>1441</sup> zararın

<sup>1437</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-aa-“İşlem İlliyeti”.

<sup>1438</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 254.

<sup>1439</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 110.

<sup>1440</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 111, 112.

<sup>1441</sup> Bu düzenlemenin önceki hâlini oluşturan WpHG § 37b ve § 37c çerçevesinde de hukuka aykırı kamuyu aydınlatma sonrasında aracı satın alıp gerçeğin ortaya çıktığı anda hâlâ araca sahip olanlar ile gerçek ortaya çıkmadan önceki dönemde sermaye piyasası aracını elden çıkartmış olanlar için ayrı ayrı değerlendirme

tazmini için öncelik verilen yöntem olan *aynen tazmin esasının* beraberinde getirdiği *sermaye piyasası aracının hâlâ elde bulunması hâlinde iade hakkının tanınması* da zararın doğduğunun kabulü için yatırımcı tarafından ters işlemin yapılmış olmasının gerekli görülmediğinin kanıtıdır.

Keza ABD hukukunda da zararın doğmasının ters işlemin yapılmasını gerektirdiği ve zararın her iki işlem arası farktan oluşacağı öngörülmemiştir. Ayrıca, 1933 tarihli Kanun sec. 12 çerçevesindeki izahnameden doğan sorumlulukta eğer yatırımcı sermaye piyasası aracını satmış ise alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki farkın tazminat olarak yatırımcıya ödenmesinin yanı sıra menkul kıymetin hâlâ yatırımcının elinde olması hâlinde iade hakkının mevcut olduğu öngörülmüştür<sup>1442</sup>. Bu ülkedeki iade hakkının varlığı da yine zararın doğduğunu kabul için ters işlemin gerekli görülmediğini göstermektedir. *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* kararı<sup>1443</sup> bağlamında da ters işlemin zorunlu olduğuna yönelik çıkarımda bulunulması<sup>1444</sup> kanaatimizce doğru değildir. Bu kararda, araç yatırımcının elindeyken değerinin düşmemesi ya da düşüp zaman içerisinde yeniden yükselmesi hâlinde zararın doğmadığı belirtilmiş ve zararı etkileyen birçok faktör içerisinde ne kadarının hukuka aykırı kamuyu aydınlatmadan doğduğunun belirlenmesi gerektiği vurgulanmıştır.

### **ccc- Tazminatın Belirlenmesinde Türk Borçlar Kanunu’nun m. 50/2. ile m. 51/1. Fıkralarından Yararlanılması Önerisi**

SerPK’da yer alan özel hükümler çerçevesinde tazmini gereken zarar belirlenirken sorumluluk hukukunda zarar kavramının hukuki doğasına uygun tercihlerin yapılması ve kişinin malvarlığına meydana gelen azalma ile bir başka deyişle doğmuş olan zarar miktarıyla sınırlı şekilde belirleme yapılması gerekir.

Sermaye piyasasında çok sayıda kişi tarafından çok sayıda işlem yapılmaktadır. Bu durum, bu alanda söz konusu olan uyuşmazlıkların çözümünde birçok belirsizliği beraberinde getirmektedir. Bu belirsizliklerin ortadan kaldırılması ihtiyacı, sermaye piyasasının niteliğine uygun çözümlere yönelmeyi gerekli kılmaktadır. Aksi takdirde, ütöpik çözüm yollarının yıkıcı negatif etkileri kaçınılmaz olabilir. Bu durum tazmini gereken zararın belirlenmesinde de kendini göstermektedir.

---

yapılmakla birlikte, her ikisinin de zararının tazmininin gerektiği ifade edilmekteydi (**Wagner**, Schadensberechnung, s. 499).

<sup>1442</sup> **Hellgardt**, s. 83.

<sup>1443</sup> 544 U.S. 336 (2005).

<sup>1444</sup> **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 136.

Sorumluluk hukukunda zararı ispat yükü davacıdadır<sup>1445</sup>. Bu esas davacıya zararın varlığının yanı sıra miktarını ortaya koyma yükümlülüğü de yükler. Bunun yanı sıra TBK'nın haksız fiillere ilişkin 50/2. fıkrasına göre “*Uğranılan zararın miktarı tam olarak ispat edilemiyorsa hâkim, olayların olağan akışını ve zarar görenin aldığı önlemleri göz önünde tutarak, zararın miktarını hakkaniyete uygun olarak belirler*”. Bu kural, zarar miktarının gerçek verilere göre hesabının mümkün olmadığı hallerde uygulama alanına sahiptir<sup>1446</sup>. Sermaye piyasası araçlarının değeri piyasa fiyatı dikkate alınarak objektif belirlemelere müsait gibi görünse de, meydana gelen değer farklılaşmasının ne kadarının hukuka aykırı bilginin içerdiği duruma ilişkin gerçek durumun ortaya çıkmasından kaynaklandığı objektif olarak ve mutlak şekilde belirlenemez<sup>1447</sup>. Diğer taraftan bilginin fiyata tam olarak ne zaman yansıtılacağı kesin olarak tespiti ve ispatı da son derece güçtür. Hâl böyle iken zarar miktarının belirlenmesi için TBK m. 50/2'ye uygulama alanı tanınabilir.

Bununla birlikte, TBK m. 51'e göre “*Hâkim, tazminatın kapsamını ve ödenme biçimini, durumun gereğini ve özellikle kusurun ağırlığını göz önüne alarak belirler*”. Sermaye piyasasında piyasa riskinin hukuka ve somut olay adaletine uygun şekilde paylaştırılması konusunda TBK m. 51/1. fıkrası da Kanunun m. 50/2. fıkrasına destek olacak şekilde kullanılmaya elverişlidir. Bu bağlamda söz konusu düzenleme tazminatın belirlenmesinde dikkate alınmalıdır.

Keza, TBK m. 52/1. fıkrası da yine aynı amaca yönelik olarak uygulama bulabilir. Bu düzenlemeye göre, zarar gören, zararı doğuran fiile razı olmuş veya zararın doğmasında ya da artmasında etkili olmuş yahut tazminat yükümlüsünün durumunu ağırlaştırmış ise hâkimin tazminatı indirebilmesi veya tamamen kaldırabilmesi mümkündür. Ayrıca, zararın meydana gelmesinde ve artmasında etkili olan mücbir sebep (beklenmedik hâl) de indirim sebebi olabilir<sup>1448</sup>. Bu tür durumlarda yatırımcının ortak kusura sahip olduğu ya da tazminatta indirime yol açacak mücbir sebebin varlığı davalı tarafça ispat olunmalıdır<sup>1449</sup>.

Zarar görenin davranışının tazminatta indirim gerekçesi teşkil etmesine yönelik bir örnek vermek gerekirse, hukuka aykırı kamuyu aydınlatmanın yatırımcılarda zarar

<sup>1445</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-D-“Zararı İspat Yükü”.

<sup>1446</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 87; **Eren**, Genel Hükümler, s. 747; **Kılıçoğlu**, s. 522; **Baysal**, s. 352, 353.

<sup>1447</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 253, 255.

<sup>1448</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 128. Mücbir sebebin uygun illiyet bağına kurmasına engel olması durumunda sorumluluk hiç doğmaz (Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-C-b-aa-“Mücbir Sebep”).

<sup>1449</sup> **Assmann**, WpPG, s. 659; **Schäfer, F. A.**: Stand und Entwicklungstendenzen der spezialgesetzlichen Prospekthaftung, ZGR 2006, s. 55.

doğurduğu bir durumda yatırımcının sermaye piyasası aracının borsa fiyatının altında yaptığı bir işlemle borsa dışında elden çıkartması durumu göz önüne alınabilir<sup>1450</sup>. Bu hâl, zarar görenin zararı azaltma yükümlülüğünün (*Schadensminderungspflicht*, BGB § 254/2) ihlâli anlamına gelir<sup>1451</sup>. Böyle bir durumda alım fiyatı ile satım fiyatı arasındaki farkın zarar kabul edilip tazminine hükmedilmesi doğru olmaz.

Kamuyu aydınlatma belgesinin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu ortaya çıkar çıkmaz satış yapmamış olmak yatırımcıyı doğrudan kusurlu hale getirmez. Zarar görenin zararı azaltma yükümlülüğü söz konusu olmakla birlikte, bu yükümlülük yatırımcılar için panik satışları (*Panikverkaufs*) yapma yükümlülüğünü beraberinde getirmez<sup>1452</sup>. Panik satışlarının önünün açılması kırılgan bir piyasaya yol açma tehlikesini içinde barındırır. Bu da makroekonomik düzen açısından da tercih edilmemesi gereken bir bakış açısidir. Buna karşın, yatırımcının piyasada artık aracın değerini bulamayacağını çok farkedilir ve bariz nitelikte olduğu durumlarda yatırımcıdan satış yapmasının beklenmesinin uygun görülebileceği belirtilmiştir<sup>1453</sup>. Bu takdirde, durumun belirgin ve geleceğe yönelik tahminlerin kötümser olmasına rağmen satışın çok gecikmesi tazminatta indirimin öngörülmesini gerektirebilir.

Öte yandan, zarara hafif kusuruyla sebep olan tazminat yükümlüsüne ilişkin indirim olanağı öngörülen TBK m. 52/2'nin kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu kişilerin hafif kusurunun olması hâlinde sorumluluklarının söz konusu olmaması sebebiyle uygulanabilmesi mümkün değildir.

Hemen belirtelim ki, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun hukuki temeli konusunun tartışmalı olması gerekçesiyle TBK m. 50/2 ve 51/1'in uygulanmasına tereddüt edilmemelidir. Özellikle izahnameden doğan sorumlulukta, sözleşme öncesi görüşmelerden doğan sorumluluk (*culpa in contrahendo*) ya da doğrudan sözleşmesel sorumluluğun söz konusu olduğu yönündeki görüşlerin kabulü hâlinde dahi anılan hükümlerin TBK 114/3 çerçevesinde uygulama alanı bulması mümkündür<sup>1454</sup>.

Sermaye piyasasında zarardan bahsedilebilmesi için ters işlemin yapılmış olmasının zorunlu olduğuna ilişkin görüşün gerekçelerinden biri de tazminat hesabında

---

<sup>1450</sup> Assmann, WpPG, s. 662.

<sup>1451</sup> Assmann, WpPG, s. 662.

<sup>1452</sup> Assmann, WpPG, s. 658, 662; Fleischer, Kapitalmarktkommunikation, s. 415.

<sup>1453</sup> Watter, s. 1625.

<sup>1454</sup> “Haksız fiil sorumluluğuna ilişkin hükümler, kıyas yoluyla sözleşmeye aykırılık hâllerine de uygulanır”.

objektif ve kolay bir yöntem sunması gösterilmiştir<sup>1455</sup>. Tazminat olarak iki işlem arasındaki farkın basit bir matematiksel hesapla doğrudan esas alınması gerçekten son derece pratik bir çözüm olarak görünmektedir. Ancak, hukuka aykırı kamuyu aydınlatma dışında da sermaye piyasası aracının fiyatına etki eden birçok hususun varlığı göz önüne alındığında, bu şekilde bir yöntem belirlenerek piyasa riskinin bütünüyle sorumlu kişilere yüklenmesi adil bir çözüm olmadığı gibi sorumluluk hukukunun genel ilkeleriyle de bağdaşmaz. Sorumluluğun, sorumlu kişiler arasında adil şekilde paylaşılması gerekliliği esastır<sup>1456</sup>. Bu esas tazmin edilebilmesi gereken zararın doğru belirlenmesi gereğini de karşımıza çıkarır. Zira doğan zararın tazmini gerekmeyen kısmının sorumluluğunu zarar gören almış olacaktır. Zarar verenin sorumluluğunu aşacak şekilde tazminat miktarının söz konusu olması, hukuk güvenliği başta olmak üzere sorumluluk hukuku ilkelerine aykırı görülmektedir<sup>1457</sup>.

ABD Federal Yüksek Mahkemesi'nin *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* kararında da bilginin fiyata etkisi konusunda zararın tamamının kamuyu aydınlatma belgesindeki hukuka aykırılıktan doğmamış olabileceği genel ekonomik konjonktür, şirket ve faaliyette bulunduğu sektör hakkındaki diğer bazı gelişmeler ve benzeri etmenlerin de fiyat değişimine etkisinin mümkün olduğu vurgulanmıştır<sup>1458</sup>. TBK m. 50/2'nin uygulanması ihtiyacını oluşturan da esas itibarıyla bu gerçekliktir.

Keza Almanya da ileri sürülen varsayımsal değer dikkate alınarak hesap yapılması düşüncesi de<sup>1459</sup>, zarar miktarının belirlenmesinde kesinliğin mümkün olmadığından hareket ettiği için bu öneriyle uyumludur.

TBK m. 50/2. fıkrasına göre zararı davacı iddia etmekle birlikte tazminat miktarını hakim belirler. Tazminatın belirlenmesi zararın ne kadarının zarar verene yükleneceğinin ne kadarına zarar görenin katlanması gerekeceğinin belirlenmesini ifade eder. Hakime hakkaniyete uygun belirleme yapma yetkisi verilmesi, sınırsız bir subjektif değerlendirme yapma imkânı tanınması anlamına gelmemektedir<sup>1460</sup>.

Tazminatın belirlenmesinin, objektifleştirilmiş şekildeki esaslarla ve bilimsel bir yöntemle yapılması gerekir. Bu konuda bilirkişilik kurumundan yararlanılması isabetli hatta zorunludur<sup>1461</sup>. Hukuka aykırı bilgilendirmelerin sermaye piyasası aracının fiyatına

<sup>1455</sup> **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 148, 151, 152.

<sup>1456</sup> **Baysal**, s. 9, 10.

<sup>1457</sup> **Baysal**, s. 13.

<sup>1458</sup> 544 U.S. 336 (2005), par. 343.

<sup>1459</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 414.

<sup>1460</sup> **Baysal**, s. 352, 353, 483.

<sup>1461</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 414.



etkisine yönelik olabildiğince objektifleştirilmiş esaslar çerçevesinde finansal metotların geliştirilmesi yararlı olacaktır. Bu şekilde belirli bir bilimsel zeminin oluşturulması da sağlanacaktır.

Tazmin edilebilir zarar belirlenirken sermaye piyasası aracında meydana gelen değer değişimi en temel veriyi sağlamaktadır. Gelişen teknolojik olanaklarla anlık piyasa verilerine ulaşmanın her zaman mümkün olması, gerçek durumun ortaya çıkışından hemen sonra araç değerinde gerçekleşen değişimi gözlemleme fırsatı vermektedir. Ancak, değer farklılaşmasının tek başına dikkate alınması da yukarıda da belirtilen gerekçelerle adil olmayacaktır. Bu bağlamda sektörel analizler, makroekonomik gelişmeler, merkez bankalarının para politikaları ve uluslararası gelişmeler gibi hukuka aykırı kamuyu aydınlatma belgesi dışındaki hususların değere etkisinin ayırt edilmesi yerinde olacaktır. Bu amaçla borsa endekslerinin gösterge niteliğinden de yararlanılabilir.

Son olarak belirtelim ki, bu yöntemle yatırımcıya ödenecek tazminat tespit edilirken farklı kişilerin menfaatleri arası dengenin doğru kurulması bu alanın işlerliğine de doğrudan etki edecektir. Sermaye piyasasında yatırımcının korunması ilkesi temel ilke olsa da piyasa fonksiyonlarının korunması da son derece önemlidir. Yatırımcının korunması adına çok geniş bir zarar ve tazminat belirlemesiyle sonuca gitmek adil olmayacağı gibi sermaye piyasasının fonksiyonlarının korunması gereğiyle de bağdaşmayacaktır. Bu bağlamda, değerlendirme yapılırken piyasadan kaynaklı bütün risklerin sorumlu kişiler üzerinde bırakılmaması gerekmektedir.

#### **ddd- İzahname ve İhraç Belgesinden Doğan Hukuki Sorumlulukta İade Hakkının Tanınması Önerisi**

ABD ve Alman hukukunda kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk çerçevesinde zararın tazminine yönelik iki temel mekanizma söz konusudur. Bunlardan biri nakden tazmin iken (*Kursdifferenzschaden*) diğeri ise eski hâlin iadesini sağlayacak aynen tazmin mekanizmasıdır (*Naturalrestitution*). Nakden tazmin zarar görenin malvarlığında meydana gelen azalmanın parayla karşılanması iken iade hakkının tanınmasına temel teşkil eden aynen tazmin prensibi kişinin malvarlığının zararın doğmasından önceki durumunun sağlanmasına dayanır<sup>1462</sup>.

Alman sorumluluk hukukunda BGB § 249 ile aynen tazmine öncelik tanınmıştır. Bu durum kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk düzenlemelerinde ve sorumluluk davası uygulamalarında da kendini göstermiştir. WpPG

---

<sup>1462</sup> Nomer, s. 37.

§ 9. paragrafında izahnameden doğan sorumlulukta ise yatırımcının söz konusu kıymetli evraka hâlâ malik olup olmadığına göre farklı hukuki sonuçlar karşımıza çıkmaktadır. Zarar oluştuğunda sermaye piyasası araçları yatırımcının elinde ise kıymetli evrakin iktisap değeri karşılığında iadesi mümkündür. Araç satılmış ise alım ve satım fiyatı arasındaki fark istenebilecektir. Yalnız, yapılan aracılık komisyonu masrafı ya da iade hakkı kullanılırken yapılmak zorunda kalınan harcamalar gibi diğer giderlerin de her durumda talep edilebilmesi mümkündür. WpPG § 10. paragrafında diğer izahnameler için de aynı hükme (§ 9) yollamada bulunulmuştur. Ekleyelim ki, Mülga WpPG § 21 ve § 22. paragrafları da aynı yönde düzenlemeler içermekteydi<sup>1463</sup>.

Özel durum açıklamalarından doğan sorumluluğa ilişkin WpHG § 97 ve § 98. paragraflarında tazminatta iade hakkına yönelik açık bir düzenleme yoktur. Ancak, yargısal uygulama BGB § 249 çerçevesinde aynen tazmine hükmedilebileceği yönündedir. Nitekim BGH, BGB § 249’u temel alarak 2011 tarihli *IKB* kararında aynen tazmin esastan hareket ederek karar vermiştir<sup>1464</sup>. Keza BGB § 826’ya dayalı taleplerde dahi aynı esastan hareket edilebileceği kabul edilmektedir. Ancak, Alman öğretisinde de birçok yazar ikinci el piyasada yalnızca fark görüşü çerçevesinde nakdi tazminatı benimsemekte; iade hakkının varlığını isabetli bulmamaktadır<sup>1465</sup>. Bu görüşün gerekçesini, ikinci el piyasada genel piyasa riskinin (*allgemeines Marktrisiko, general market risk*) tamamıyla ihraççılara yüklenmesinin isabetli görülmemesi oluşturmaktadır<sup>1466</sup>. Gerçekten, bu yaptırım, ikinci el piyasada sözleşmesel ilişkiye taraf olmayan ihraççı için ağır bir yük niteliğindedir. Ancak satış gerçekleşiyse bu durumda farkın tazmini söz konusu olmaktadır<sup>1467</sup>. ABD’de ise 1933 tarihli Kanun Sec. 12.a.2 çerçevesindeki izahnameden doğan sorumlulukta menkul kıymeti iade hakkı tanınmıştır<sup>1468</sup>.

Türk sorumluluk hukukunda aynen tazmin ile nakden tazmin arasında bir öncelik sonralık ilişkisi öngörülmemiştir<sup>1469</sup>. Uyuşmazlıkların niteliği, aynen tazminin çoğu zaman niteliği gereği imkânsız olması ve icra sürecinde karşılaşılabilecek muhtemel sorunlar

<sup>1463</sup> Assmann, WpPG, s. 659-663; Veil, s. 307; Langenbucher, s. 316.

<sup>1464</sup> Fleischer, Kapitalmarktkommunikation, s. 420.

<sup>1465</sup> Wagner, Schadensberechnung, s. 500; Richter, s. 43.

<sup>1466</sup> Fleischer, Kapitalmarktkommunikation, s. 420; Wagner, Schadensberechnung, s. 512; Richter, s. 43.

<sup>1467</sup> Fleischer, Kapitalmarktkommunikation, s. 413.

<sup>1468</sup> Hellgardt, s. 83; Kulms, s. 1128.

<sup>1469</sup> Baysal, s. 486.

dolayısıyla uygulamada nakdi tazmin ağırlık kazanmıştır<sup>1470</sup>. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerinde bu yönde bir özel düzenlemenin öngörülmesi düşünülebilir. Kanaatimizce şirketin satıcı konumunda bulunduğu birinci el piyasada izahname ve ihraç belgesinden doğan sorumluluk için yatırımcıya seçimlik hak sunan bu yönde bir hükme yer verilmesi uygun olacaktır<sup>1471</sup>. Bu önerinin kabulü halinde, iade hakkının sorumlu kişilerden sadece ihraççı şirkete karşı öngörülmesi daha yerinde olur. Zira ihraççı dışındaki kişiler yatırımcıya sermaye piyasası aracı satımı söz konusu olmaması, geri alımının öngörülmemesi gerektiği düşüncesini uyandırmaktadır<sup>1472</sup>.

Söz konusu yöntemin sağlayacağı yararları bakıldığında, her şeyden önce bu şekilde bir hukuki sonucun özellikle seçimlik hak olarak kanuna dercedilmesi yatırımcının korunması ilkesi açısından da isabetli olabilir. Satış sözleşmesinde satıcının alıcıya karşı herhangi bir surette bildirdiği niteliklerin satılarda bulunmaması sebebiyle ayıptan doğan sorumluluğu söz konusudur (TBK m. 219-231). Bu çerçevede alıcının sahip olduğu seçimlik haklar arasında satılanı geri vermeye hazır olduğunu bildirerek sözleşmeden dönme hakkı mevcuttur (TBK m. 227/1). Bu takdirde TBK m. 229 çerçevesinde dönmenin hukuki sonuçları uygulanır. Ayrıca, satış sözleşmesinin tüketici işleminden doğduğu durumlarda Tüketicinin Korunması Hakkında Kanunun<sup>1473</sup> 8 ilâ 12. maddeleri uygulama alanı bulur. Adî satım sözleşmesinde dahi geçerli olan bu yaptırımın, yatırımcının korunmasının temel ilke olduğu sermaye piyasasında da uygulama bulması güven ilkesinin piyasada egemen kılınmasına hizmet eder.

Yatırımcının iade hakkını kullanması hâlinde ihraççı şirketin anlık piyasa değerinden daha yüksek bir bedelle aracı geri alımı söz konusu olacağından kuşkusuz şirket adına olumsuz bir durum yaratacaktır. Ayrıca alıcının yaptığı diğer giderleri de ödeme yükümlülüğü doğacaktır. Öte yandan, şirket bu ödemelerinin karşılığında sermaye piyasası aracını elde edecek ve daha sonra bu aracı piyasa koşullarına göre paraya çevirme imkânına da sahip olacaktır. İadenin gerçekleşmesi sonrasında gerçekleşen birtakım olumlu gelişmeler şirketin sermaye piyasası araçlarının değerini artırıcı bir etki doğurursa bu sürecin şirkete negatif etkilerinin azaltılması söz konusu olabilir.

<sup>1470</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 116. Hâkimlerin de iradesini genellikle nakden tazminden yana kullandığı hakkında bkz. **Baysal**, s. 489.

<sup>1471</sup> Daha önce de ifade edildiği gibibirinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukla ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgeleri arasında bazı farklılıklar yaratılmasının haklı gerekçeleri olabilir (Bkz. Üçüncü Bölüm-II-1-A-“Yasal Çerçeve”).

<sup>1472</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 414.

<sup>1473</sup> RG. 28.11.2013, S. 28835.

Ekleyelim ki, iade hakkının tanınması, sorumluluğun devletin yargı organları dışında ifası için de daha kolay bir mekanizma öngörür. Bu bakımdan zorunlu arabuluculuk sürecinde anlaşma zemininin yaratılması adına yararlı olabilecek ek bir çözüm alternatifi ortaya çıkar.

Bu şekilde bir tazmin sürecinin anonim şirketler hukukunun iki temel ilkesi açısından tartışılması gerekmektedir. Bunlar: şirketin kendi payını iktisap yasağı ve sermayenin iadesi yasağıdır<sup>1474</sup>. Şu hâlde, pay senedi özelinde kendi paylarını iktisaba yönelik esaslar ve sermayenin korunması ilkesi açısından da konu değerlendirilmelidir.

Bilindiği üzere, şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin esaslar TTK'nın 379 ilâ 387. maddelerinde düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerde yer bulan genel prensibe göre, bir anonim şirket, kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda ivazlı olarak iktisap edemez (TTK m. 379/1). Kanunun 382. maddesinde sayılan hâllerde ise şirket TTK'nın 379. maddesi ile bağlı olmaksızın kendi paylarını iktisap edebilir. Kanunun 382. maddesinde düzenlenen hâllerden bir tanesi de satın alma işleminin kanuni satın alma yükümünden doğmasıdır (TTK m. 382/1.c). Hâl böyle iken ihraççının izahname ve ihraç belgesinden doğan hukuki sorumluluğu çerçevesinde yatırımcıya kanunla iade hakkının tanınması sonucunda yatırımcının bu hakkını kullanması ihraççı için kanuni bir satın alma yükümlülüğü doğuracağından bu işlem kendi paylarını iktisap yasağına aykırılık teşkil etmeyecektir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan özel hukuk sorumluluğunda parantez açılması gereken bir konu da sorumluluk rejiminin sermayenin korunmasına ilişkin düzene aykırı olup olmadığı meselesidir<sup>1475</sup>. Şirketin kamuyu aydınlatma belgelerinde sorumluluk doğuran hallerin varlığı dolayısıyla pay sahiplerine yapılacak ödemelerin sermayenin korunması ilkesine aykırı düşüp düşmediği yönünden sorgulamalara neden olmuştur. Şirketin pay dışındaki sermaye piyasası aracı sahiplerine karşı olan sorumluluğunun bu konunun dışında tutulduğunu belirtmekte yarar vardır<sup>1476</sup>. Soru işaretine yol açan husus, pay sahiplerine kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararları bağlamında yapılacak ödemelerin sermayenin korunması ilkesine aykırı olup olmadığıdır. Ancak, bu pay sahiplerine sadece birinci el piyasada ya da sadece ikinci el piyasada sunulan belgeler ile ilgili değil her iki piyasayı da içerir şekilde bütün kamuyu aydınlatma belgelerini kapsar. Almanya'da bu konu AktG § 57'de düzenlenen

---

<sup>1474</sup> **Langenbucher**, s. 317.

<sup>1475</sup> **Veil**, s. 308.

<sup>1476</sup> **Maier Reimer/Seulen**, s. 773.

sermayenin iadesi yasağına aykırı olup olmadığı çerçevesinde irdelenmiştir<sup>1477</sup>. İhraççının gerek izahname gerekse diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğunun öngörölmüş olmasının 77/91/EEC sayılı Direktifi<sup>1478</sup> ile oluşturulan sermayenin korunmasına (*Kapitalerhaltung*) ilkesine ilişkin düzene de aykırı olmadığı ifade edilmektedir<sup>1479</sup>. Nitekim, Avrupa Birliği Adalet Divanı (*The Court of Justice of the European Union, CJEU*) *Alfred Hirman v. Immofinanz AG* kararıyla<sup>1480</sup> sorumluluk hükümlerinin sermayenin korunması ilkesine aykırı olmadığını kabul etmiştir.

#### D- Zararı İspat Yüğü

Kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğun doğması zararın doğduğunun ispat edilmesini de gerektirmektedir. Kusurun ispatı konusunda da değinildiğı üzere, özel hukukta TMK m. 6 gereğince kanunda aksine bir hüküm bulunmadıkça, taraflardan her biri, hakkını dayandığı olguların varlığını ispatla yükümlüdür. Bu genel ilkeye uygun olarak TBK m. 50/1’de haksız fiillerde ispat yükünün zarar gören üzerinde olduğu hükme bağlanmıştır<sup>1481</sup>.

SerPK’nın kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerinde zararın ispatına yönelik özel bir hükme yer verilmemiştir. Şu hâlde, genel hükümler gereğı zarar gören uğradığı zararı ispatla yükümlüdür<sup>1482</sup>. Bu bağlamda yatırımcıların hem zararı hem de zararın miktarını ispatla yükümlüdür. Görüleceğı üzere, kamuyu aydınlatma belgelerinden zarara uğrayan yatırımcılar, yukarıda açıklanan çerçevede<sup>1483</sup> sorumlu kişilerin kusurunu ispatlamak zorunda olmasa da, uğradıkları zararı ispat yükü altındadır.

Ekleyelim ki, kamuyu aydınlatma belgesi dolayısıyla şirketin uğradığı zararın ispatlanması gerekmemektedir. Zira yatırımcının tazmin talebi dolaylı zarar değil doğrudan zararına yöneliktir. İspat edilmesi gereken zarar, hukuka aykırı eylem ya da

<sup>1477</sup> **Maier Reimer/Seulen**, s. 773 vd.

<sup>1478</sup> “Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent” (OJ. 31.01.197, L. 26, s. 1-13).

<sup>1479</sup> **Assmann**, WpPG, s. 637, 638.

<sup>1480</sup> *Alfred Hirman v. Immofinanz AG* (CJEU 19.12.2013, Case C-174/12).

<sup>1481</sup> **Oğuzman/Öz**, s. 86; **Kılıçoğlu**, s. 521; **Baysal**, s. 351.

<sup>1482</sup> Aynı yönde **Turan**, s. 221.

<sup>1483</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-3-D-“Kusuru İspat Yüğü”.

işlemle uygun illiyet bağı içerisinde olan zarardır<sup>1484</sup>. İlliyet bağının sorumluluğun bağımsız bir unsur olarak değerlendirilmesi dolayısıyla zararın varlığını ispat, dar anlamıyla sermaye piyasası aracındaki değer farklılaşmasının ispatı olarak algılanabilir. Bununla birlikte, zararı ispat yükü zarar miktarının ispatlanması gerekliliğini de içerir<sup>1485</sup>.

Öte yandan, sorumlu kişiler zararın farklı gerekçelerden kaynaklandığı iddiasında ise bu nispette sorumluluktan kurtulabilmek için bu durumu ispatla yükümlüdürler<sup>1486</sup>. Kuşkusuz hâkim, azami olarak davacının iddia ettiği miktarla bağlı olmakla birlikte davacı tarafından iddia edilen miktarın altında bir tazminata da hükmedebilir.

## 5- İlliyet Bağı

### A- Genel Olarak

Kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun doğması için gerekli son zorunlu unsur hukuka aykırı fiil ile zarar arasında illiyet bağının eş deyişle sebep-sonuç ilişkisinin kurulması oluşturmaktadır. Kamuyu aydınlatma ilkesi ve bu ilke gereği öngörülen kurallara aykırılıktan doğan sorumluluğun daha yerleşik olduğu ülkelerde dahi kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararda illiyet bağının ispatının güçlüğü ifade edilmiştir. İlliyet bağı bu yönüyle konunun öğreti ve yargı uygulamasında en çok üzerinde durulan noktalardan birini oluşturmuştur. Almanya’da sermaye piyasasında hatalı bilgi verilmesinden kaynaklanan zararların giderilmesine yönelik olarak açılmış olan davaların genellikle olumsuz sonuçlanmasının sebebi olarak, davacıların, bilgi verme zorunluluğuna ilişkin ihlaller ile yatırımcıların yatırım kararı ve zarar arasındaki bağlantının ispatlanmasında başarısız olmaları gösterilmiştir<sup>1487</sup>. Bu bağlamda, illiyet bağı, sermaye piyasasında bilgiden doğan sorumluluğun en sorunlu noktalarından biri olarak görülmektedir<sup>1488</sup>. Nitekim, Türk hukukunda da 2499 sayılı mülga SerPK döneminde illiyet bağının ispatının güçlüğü ve farklı bir anlayışın kabulünün zorunlu olduğu vurgulanmıştır<sup>1489</sup>.

İlliyet bağı, sorumluluk hukukunun kusurdan bağımsız bir unsurdur. Bu sebeple, illiyet bağının kurulabilmesi için kişinin kusurlu olması gerekmez<sup>1490</sup>. İlliyet bağı en yalın ifadeyle iki durum arasındaki neden-sonuç ilişkisinin varlığını ifade eder. İlliyet bağının

---

<sup>1484</sup> Baysal, s. 352.

<sup>1485</sup> Baysal, s. 352.

<sup>1486</sup> Green, s. 35.

<sup>1487</sup> Wichmann, s. 1.

<sup>1488</sup> Weller, s. 1350; Wagner, Schadensberechnung, s. 505.

<sup>1489</sup> Ayoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 643, 646.

<sup>1490</sup> Baysal, s. 75.

sermaye piyasası hukukunda kamuyu aydınlatma belgeleri özelinde taşıdığı anlam, sorumluluk hukukunun vazgeçilmez bir ögesi olması dolayısıyla her durumda önem taşıyacaktır. Ancak, kamuyu aydınlatma belgelerinde kusur karinesinin öngörülmesi dolayısıyla illiyet bağının daha da fazla önem taşıdığı söylenebilir.

Bilindiği üzere, sorumluluk hukukunda illiyet bağının tespiti açısından iki önemli teori ileri sürülmüştür: Bunlardan *şart teorisi*, davranışı zararın gerçekleşmesi açısından zorunlu şart (*conditio sine qua non*) olarak gören teoriyi ifade eder. Bu teoriye göre sonuca götüren her davranış ile illiyet bağı mevcuttur. Şart teorisinin oluşturulması sonrasında bu teorinin adil sonuçlar doğurmayacağından hareketle sınırlanması gerektiği düşüncesi ileri sürülmüş ve uygun illiyet bağı teorisi kabul edilmiştir. Türk ve İsviçre hukukunda hâkim görüş, uygun illiyet bağının geçerliliğini kabul etmektedir<sup>1491</sup>. Uygun illiyet bağı teorisine göre fiilin objektif olarak o zararı doğurmaya uygun bir sebep olup olmadığı dikkate alınmaktadır<sup>1492</sup>.

Bu çerçevede, kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun doğması için gereken illiyet bağının anlamı, kurulması, sınırları ve illiyet bağının kesildiği hâllerin belirlenmesi gerekmektedir.

## **B- İlliyet Bağının Kurulması**

### **a- “İşlem İlliyeti” ve “Zarar İlliyeti” Kavramları**

Kıta Avrupası hukukunda genel olarak, sorumluluğun kurulması aşamasındaki illiyet (*haftungsbegründende Kausalität*) ile zararın belirlenmesi aşamasındaki illiyet (*haftungsausfüllende Kausalität*) dikkate alınmaktadır. Sorumluluğun kurulması aşamasındaki illiyet, zarar verenin işlem veya eylemi ile zarar görenin ihlâl edilen hukuki hakları arasındaki neden-sonuç bağlantısını ifade ederken; zararın belirlenmesi aşamasındaki illiyet ise zarar görenin ihlâl edilen hukuki hakları ile somut maddi zarar arasındaki bağlantıyı kurar<sup>1493</sup>. Zarar görenin ihlâl edilen hukuki hakları ise yatırımcının kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince sahip olduğu tam ve zamanında bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararı alma hakkıdır. İlliyet bağının mevcudiyeti için gerekli bu unsurlara yönelik olarak Alman hukukunda kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa yönelik aşağıda açıklanacak özel bir bakış açısı geliştirilmiştir.

<sup>1491</sup> Eren, s. 562; Kılıçoğlu, s. 401; Baysal, s. 74.

<sup>1492</sup> Oğuzman/Öz, s. 45-47; Kılıçoğlu, s. 401. Uygun illiyet bağı teorisi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Eren, F.: Sorumluluk Hukuku Açısından Uygun İlliyet Bağı Teorisi, Ankara 1975.

<sup>1493</sup> Wichmann, s. 33.

ABD hukukunda da Alman hukukuna benzer şekilde işlem illiyeti (*transaction causation*) ile zarar illiyeti (*loss causation*) kavramları kullanılmaktadır. Bu ayırım, sermaye piyasasında hile davalarındaki geleneksel güven gerekliliğinin iki ön koşulunu oluşturmaktadır. Şu hâlde, ABD hukukunda yanlış bilgi verilmesinden doğan zararların tazmini için zarar görenin meşru güveninin yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilgi ile zedelenmesi gerekmektedir<sup>1494</sup>. Geleneksel güven temelli bakış açısında yatırımcının; hukuka aykırı bilgilendirme olmasaydı farklı davranacağını ispatı gerekmekte; bu da en azından yatırımcının söz konusu kamuyu aydınlatma belgesinde yer alan bilgilerden haberdar olmasını gerektirmektedir<sup>1495</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğun doğması için de aynı gerekliliğin mevcut olması gerekir. Sorumluluğa ilişkin bu gerekliliklerin, kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin özel hükümler çerçevesinde değerlendirilmesi zorunludur. Bu bağlamda, sermaye piyasasının özellikleri göz önüne alınarak geleneksel güven temelli davalardan (*traditional reliance based actions*) farklı olarak ABD’de sermaye piyasasında hile davalarına ilişkin Kural 10b-5 çerçevesindeki ikiz gereksinimler olarak nitelendirilen işlem illiyeti ve zarar illiyeti (*loss causation*) kavramlarına özel bir bakış açısı ortaya çıkmıştır<sup>1496</sup>.

Aşağıda da kapsamlı şekilde açıklanacağı üzere<sup>1497</sup>, ABD ve Alman hukukunun konuya yaklaşımı, Türk kanun koyucusunu da etkilemiştir. Bu çerçevede, Türk hukukunda SerPK m. 32/4 ile kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta illiyet bağına yönelik özel bir hukuki karine öngörülmüş; SerPK m. 32/5 ile de illiyet bağıının mevcut olmamasından kaynaklı olarak sorumluluktan kurtulma imkânları düzenlenmiştir. Hemen belirtelim ki, SerPK m. 32/4’de belirtilen karineden yararlanma olanağının mevcut olmadığı hâllerde ise işlem illiyetinin ve zarar illiyetinin davacı tarafından kanıtlanması zorunludur. Bu takdirde de yine SerPK’da yer alan özel hükümler çerçevesinde zararın tazmini mümkündür.

#### aa- İşlem İlliyeti

İşlem illiyeti (*transaction causation*), ihlâle yol açan eylemle zararlı sonuç arasındaki illiyeti ifade eder. Bu da sorumluluğa yol açan hukuka aykırı davranış olmasaydı işlemin hiç yapılmayacağını ya da en azından somut olayda söz konusu olan

---

<sup>1494</sup> Hellgardt, s. 94.

<sup>1495</sup> Fox, Causation, s. 513, 514.

<sup>1496</sup> Wichmann, s. 50; Richter, s. 51; Fox, Causation, s. 508-509, 511 vd.

<sup>1497</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-aa-“İlliyet Bağı Karinesinin Ortaya Çıkışı”.



şartlarda yapılmayacağını ispatlanması anlamına gelmektedir<sup>1498</sup>. Bu bağlamda, kural olarak sorumluluk için her yatırımcı bilgiyi öğrenmiş olduğunu ve bu bilgiye dayalı olarak yatırım kararı aldığını ispat etmek durumunda kalmaktadır. Ancak, bu durum çoğu kez ispatı mümkün olmayacak bir yükümlülük olarak görülmüş ve bu sebeple 1970’lerden başlayarak mahkeme kararlarıyla bir ispat kolaylığı öngörülme istenmiştir<sup>1499</sup>.

Türk hukukunda da SerPK’nın 32. maddesinin dördüncü ve beşinci fıkraları çerçevesinde işlem illiyetinin mevcudiyeti karineten kabul edilmiştir<sup>1500</sup>. Ancak, SerPK m. 32/5.a bendinin söz konusu olduğunun davalı tarafından kanıtlanması hâlinde işlem illiyetinin mevcut olmaması sebebiyle sorumluluk doğmayacaktır<sup>1501</sup>. Keza SerPK m. 32/5. fıkrasının (b) ve (c) bentleri de işlem illiyeti ile ilgilidir<sup>1502</sup>.

### bb- Zarar İlliyeti

Zarar illiyeti (*loss causation, haftungsausfüllende Kausalität*) ise işlem illiyetine ek olarak satın alınan ya da satılan sermaye piyasası aracına ilişkin olarak uğranılan zararın ya da söz konusu olan değer kaybının hukuka aykırılık taşıyan kamuyu aydınlatma ile makul olarak bağının olmasına yönelik gerekliliği ifade eder<sup>1503</sup>. Zarar illiyetinin mevcut olabilmesi, işlem illiyetinin bir adım daha ötesine geçilmesi anlamı taşımaktadır.

Şirketin sorumluluk doğurucu bilgiyi açıklayıp da sonrasında başka hiçbir kamuyu aydınlatma belgesiyle bilgi paylaşmadığı durumlarda sorumluluk doğurucu bilginin sermaye piyasası aracının değerine olumsuz etkisini ispatlamak daha kolaydır<sup>1504</sup>. Birden fazla bilgi paylaşımının olduğu durumlarda ise her bilginin fiyata

<sup>1498</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 411; **Wagner**, Schadensberechnung, s. 505; **Wichmann**, s. 50, 52.

<sup>1499</sup> **Wichmann**, s. 53, 54. Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-“İlliyet Bağı Karinesi”.

<sup>1500</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-“İlliyet Bağı Karinesi”.

<sup>1501</sup> SerPK m. 32/5.a bendine göre “*Kamuyu aydınlatma belgelerinin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından kaynaklanan tazminat talebi; a) Sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının, kamuyu aydınlatma belgesine dayanmaması, ... hâlinde reddedilir.*”.

<sup>1502</sup> SerPK m. 32/5.b ve c bentlerine göre “*Kamuyu aydınlatma belgelerinin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından kaynaklanan tazminat talebi; b) Sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu bilinmesine rağmen yapılması,*

*c) Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere ilişkin düzeltmenin, yatırım kararının verilmesinden veya bu belgeye dayanarak işlem yapılmasından önce ilan edilmiş olması, ... hâlinde reddedilir.*”.

<sup>1503</sup> **Fox**, Causation, s. 511; **Richter**, s. 54.

<sup>1504</sup> **Klöhn**, Marktbetrug, s. 691.

etkisinin tam olarak ölçülebilmesi imkânsız hale gelir. Böyle bir durum, hem zarar illiyetinin varlığı hem de tazmin edilmesi gereken zararın tespiti açısından güçlük yaratır.

Hukukumuzda SerPK m. 32/4 ile doğrudan zarar illiyetinin mevcut olduğuna yönelik bir karine öngörülmüştür. SerPK m. 32/4 çerçevesinde bir zarar doğmakla birlikte, SerPK m. 32/5.ç bendi uyarınca zarar illiyetinin mevcut olmadığının davalı tarafından kanıtlanması halinde ise hukuki sorumluluk doğmayacaktır<sup>1505</sup>.

## **b- İlliyet Bağı Karinesi**

### **aa- İlliyet Bağı Karinesinin Ortaya Çıkışı**

#### **aaa-Amerika Birleşik Devletleri**

İlliyet bağı karinesinin temeli, ABD Federal Yüksek Mahkemesi'nin *Basic Inc. v. Levinson* kararına dayanmaktadır<sup>1506</sup>. Öyle ki, bu karine öğretide *Basic Karinesi* (*Basic Vermutung*) olarak dahi adlandırılmıştır<sup>1507</sup>. Davacı lehine getirilen ispat kolaylığı Piyasa Hilesi Kuramına (*Fraud on the Market Theory*)<sup>1508</sup> bağlı olarak öngörülmüştür<sup>1509</sup>. Piyasa Hilesi Kuramı, bu kararla ilk defa ABD Federal Yüksek Mahkemesi düzeyinde bir yargı kararında yer bulmuş ve sınıraşan geniş bir etki doğurmuştur. *Basic Inc. v. Levinson* kararı ve kararda benimsenen karine Etkin Sermaye Piyasası Teorisine dayanmaktadır<sup>1510</sup>.

ABD hukukunda geleneksel anlayış, sermaye piyasasındaki hile davalarında *common law* haksız fiil teorisine dayanan güven gereksinimini içerir (*reliance upon misrepresentation*)<sup>1511</sup>. Bu bağlamda, zarar gören kişinin; zarar verenin yanlış, yanıltıcı ya da aldatıcı açıklamalarına güvenerek yaptığı işlem sonucunda zarara uğradığını kanıtlanması gerekecektir<sup>1512</sup>. Ancak, en azından Borsa'da yapılan işlemler açısından bakıldığında tarafların birbirini tanımadığı ve klasik hile davalarındaki gibi aracısız ve doğrudan bir ilişkinin kurulmadığı bu alanda, çözülmesi gereken bir hukuki problem

---

<sup>1505</sup> “*Kamuyu aydınlatma belgelerinin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından kaynaklanan tazminat talebi; ... (ç) kamuya açıklanan belgede yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasaydı dahi yatırımcıların zarara uğrayacak olmaları, hâlinde reddedilir.*”.

<sup>1506</sup> **Klöhn**, Marktbetrug, s. 682, 683.

<sup>1507</sup> **Klöhn**, Marktbetrug, s. 683.

<sup>1508</sup> Bu kuram, ABD yargı uygulamasında ilk defa 1969 yılında New York Güney Bölgesi alt derece mahkemesi tarafından verilen *Herbst v. Able*, 47. F.R.D. 11, 16 (S.D.N.Y. 1969) kararında yer bulmuştur. Üst derece mahkemesi tarafından verilen ilk karar ise 1975 tarihli *Blackie v. Barack* kararıdır (524 F.2d 891, 906 (9th Cir. 1975)). Ayrıntılı bilgi için bkz. **Klöhn**, Marktbetrug, s. 681.

<sup>1509</sup> **Kulms**, s. 1142; **Wichmann**, s. 63.

<sup>1510</sup> **Klöhn**, Marktbetrug, s. 685, 686.

<sup>1511</sup> **Wichmann**, s. 51.

<sup>1512</sup> **Wichmann**, s. 51.

olduğu ve somut güvenin (*reliance*) kanıtlanmasının aranmaması gerektiği kanısına varılmıştır<sup>1513</sup>.

ABD Federal Yüksek Mahkemesi, 1972’de verdiği *Affiliated Ute Citizens v. U.S.* kararında sadece açıklama yapılması ihmal edilmiş önemli nitelikteki bilgilerle sınırlı bir varsayım çerçevesinde güvenin varlığını kabul ederken ispat kolaylığı yaklaşımında bir başlangıç noktasındaydı<sup>1514</sup>. Zamanla Federal Mahkemenin bu yorumunun uygulama alanı daha da genişlemiştir. 1981’de verilen *Pazzirer v. Wolf* kararında *Wall Street Journal* dergisinde yayımlanan bir makalede yer alan bilgiye dayalı olarak karar alınması, illiyet bağının gerektirdiği güvenin ortaya konulması için yeterli görülmüştür<sup>1515</sup>. 1988 yılındaki meşhur *Basic Inc. v. Levinson* kararı ise bir taraftan bu alandaki uygulamaya yön vermiş, diğer taraftan tüm dünyada bu konunun yoğun şekilde tartışılmasını sağlamıştır.

Federal Yüksek Mahkeme, *Basic Inc. v. Levinson* kararında Piyasa Hilesi Kuramına dayalı olarak davacıya kamuyu aydınlatma ile yatırım kararı arasındaki bağlantıyı ortaya koyma açısından farklı bir imkân sunulmuştur. Bu imkân ise etkin bir piyasada hukuka aykırı kamuyu aydınlatmanın yatırımcının satın alma tarihinde ödediği fiyatın yüksek olmasına yol açtığına varsayılmasıdır<sup>1516</sup>. Bu Kararda yarı etkin formda bir piyasa esas alınarak<sup>1517</sup> yatırımcının piyasaya sunulan bilgiye sahip olduğunu kanıtlamasının gerekmediği vurgulanmış, yatırımcının bu bilgiye dayalı olarak alım ya da satım kararı aldığına varsayılması gerektiği kararlaştırılmıştır (*hypothetical causality, hypothetischen Kausalität*)<sup>1518</sup>. Öte yandan, sorumlu kişiler, bilginin hukuka uygun olması hâlinde dahi yatırımcının yine kendisinin zararına yol açan işlemi yapacağını bir başka deyişle söz konusu işlemin hukuka aykırı bilgilendirme dolayısıyla yapılmadığını ispat ederek karinenin aksini ortaya koyma fırsatına sahiptir<sup>1519</sup>. Böylece Federal Yüksek

<sup>1513</sup> **Klöhn**, Marktbetrug, s. 679, 680; **Wichmann**, s. 51. *Basic v. Levinson* kararında piyasanın yayımlanan bilgilerin fiyata yansması dolayısıyla adeta ücretsiz bir danışman görevi ifa ettiği ve payın değerinin piyasa fiyatına değer olduğu vurgulanmıştır (*Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, par. 240).

<sup>1514</sup> *Affiliated Ute Citizens v. U.S.* (406 U.S. 128). ABD Federal Yüksek Mahkemesi’nin güven gereksiniminin nasıl uygulanacağını ilk defa bu karar ile tartışmış; önemli nitelikteki bir bilginin yanı sıra güvene yönelik kesin bir delilin sunulmasının gerekli olmadığını hükme bağlamıştır. (**Klöhn**, Marktbetrug, s. 680).

<sup>1515</sup> 663 F.2d 365, 367 (2nd Cir. 1981). Ayrıca bkz. **Klöhn**, Marktbetrug, s. 681, 682.

<sup>1516</sup> **Langenbucher**, s. 312; **Fox**, Causation, s. 514.

<sup>1517</sup> **Richter**, s. 57.

<sup>1518</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 411; **Hellgardt**, s. 95. Bu kararın ABD hukukundaki güven gereksiniminin ispatı konusunda bugünkü düzenlemelere ulaşılmasındaki kilit karar olduğu değerlendirmesi için bkz. **Richter**, s. 54.

<sup>1519</sup> **Richter**, s. 54.

Mahkeme, 1972 tarihli *Affiliated Ute Citizens v. U.S.* kararında güven gereksiniminin bir istisnası niteliğinde aksi ispat edilebilir bir varsayım öngürürken<sup>1520</sup>; *Basic v. Levinson* kararında bir adım daha ileri giderek yatırımcının somut güveninin ispat edilmesinin gerekli olmadığını, yalnızca kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün olduğu hâlde sermaye piyasası aracının değerini etkileyecek önemli nitelikte bir bilginin açıklanmadığının ispatının yeterli olduğunu karara bağlamıştır<sup>1521</sup>.

Söz konusu kararda, bilginin önemli nitelikte olması ve yarı güçlü formuyla etkin bir piyasanın varlığı ön koşul olarak kabul edilerek hukuka aykırı kamuyu aydınlatmanın söz konusu olduğu dönemde yatırımcının işlem yaparken yayımlanan bilgiye fiilen gerçekten güvendiğini (*actual reliance*) ispatlamasının gerekmediği ortaya konulmuştur<sup>1522</sup>. Bunun gerekçesi olarak ise kararda illiyet bağıını ispat yükünün yatırımcı üzerinde bırakılmasının gereksiz ve gerçekçi olmayan bir gereklilik olduğu ifade edilmiştir<sup>1523</sup>. Etkin sermaye piyasası teorisi çerçevesinde, bilginin fiyata yansıdığı ön kabulü çerçevesinde yatırımcının piyasada oluşan fiyata ve dolaylı olarak bilgiye güvenerek işlem yaptığı kabul edilmiştir. Bu bağlamda, etkin sermaye piyasası teorisinin fiyatların açıklanan bütün bilgileri yansıttığı varsayımına dayanması dolayısıyla yatırımcının karar alırken bilgiye dayandığını (işlem illiyeti) ve zararın hukuka aykırılık taşıyan bilgiden kaynaklandığını (zarar illiyeti) ayrıca ispat etmesinin gerekli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Etkin bir piyasada piyasaya sunulan bilgilerin fiyatlara yansıdığı varsayıldığından bu durumda yatırımcının piyasa fiyatına duyduğu güvene bir sonuç bağlanması gereklidir<sup>1524</sup>. Şu hâlde, yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilginin fiyat değişimi yaratması, yatırımcı güvenine aykırı davranıldığıının anlaşılmasına yetecektir ve araştırılması gereken tek husus hukuka aykırı kamuyu aydınlatma dolayısıyla sermaye piyasası aracının fiyatının değişip değişmediğidir<sup>1525</sup>.

ABD’de tazminata hükmedilebilmesi için işlem illiyetinin yanı sıra, zarar illiyetinin varlığı da aranmaktadır<sup>1526</sup>. 1995 yılında gerçekleştirilen Reform (*PSLRA*)

---

<sup>1520</sup> Klöhn, Marktbetrug, s. 680; Richter, s. 54.

<sup>1521</sup> Wichmann, s. 55.

<sup>1522</sup> Klöhn, Marktbetrug, s. 683; Wichmann, s. 57; Macey, J. R./Miller, G. P./Mitchell, M. L./Netter, J. M.: Lessons From Financial Economics: Materiality, Reliance, And Extending The Reach of Basic v. Levinson, Virginia Law Review 1991, Vol. 77, s. 1017.

<sup>1523</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 224, 245 (1988).

<sup>1524</sup> Wichmann, s. 60.

<sup>1525</sup> Wichmann, s. 60, 61.

<sup>1526</sup> Hellgardt, s. 92; Wichmann, s. 39; Richter, s. 51, 58.

Kural 10b-5'e dayalı davalarda bir başka deyişle ikinci el piyasada kamunun aydınlatılmasında zarar nedenselliğinin kanıtlanmasını ve bu konudaki ispat yükünün davacıda olduğuna yönelik esası beraberinde getirmiştir<sup>1527</sup>. ABD'nin yürürlükteki hukukuna göre zarar illiyetinin hukuki dayanakları izahname için 1933 tarihli Kanun sec. 12(b) hükmü ile diğer kamuyu aydınlatma belgeleri için 1934 tarihli Kanun 21D.B.4 hükmüdür. Ancak, iki düzenleme arasında önemli bir farklılık vardır. 1933 tarihli Kanun sec. 12(b) hükmü<sup>1528</sup> zarar illiyetininin mevcut olduğunu varsayıp aksinin iddia edilmesi durumunda sorumlu kişilere ispat yükü yüklemektedir<sup>1529</sup>; 1934 tarihli Kanun 21D.B.4 hükmünde<sup>1530</sup> ise davacının zarar illiyetini ispatlaması gerektiği düzenlenmiştir.

Zarar illiyeti gerekliliği, ABD yargı uygulamasında Federal Temyiz Mahkemesi tarafından ilk defa *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.* kararında<sup>1531</sup> aranmıştır<sup>1532</sup>. *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* kararında bu gerekliliğin neyi ifade ettiği açıkça ortaya konulmuştur<sup>1533</sup>. Federal Yüksek Mahkeme bu kararında özetle zarar illiyetinin ispat edilmiş sayılabilmesi için piyasada oluşan gerçek dışı fiyatın tek başına yeterli olmadığını ifade etmiş<sup>1534</sup>; yatırımcının elinde bulundurduğu menkul kıymeti yüksek bir fiyattan almış olsa dahi düzeltici açıklama yapılmadıkça istediği zaman yine yüksek fiyattan satabileceğini ve bu durumda da tazmini gereken bir zararının doğduğunun kabul edilemeyeceği düşüncesinden hareket etmiştir<sup>1535</sup>. Dolayısıyla Federal Mahkeme davacının zarar illiyetini ispat yükü altında olduğu sonucuna varmıştır. Bu bağlamda, salt yapay yüksek fiyatın, zararın doğumunu ispat için yeterli olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

---

<sup>1527</sup> **Coffee**, s. 535.

<sup>1528</sup> “(b) LOSS CAUSATION—In an action described in subsection (a)(2), if the person who offered or sold such security proves that any portion or all of the amount recoverable under subsection (a)(2) represents other than the depreciation in value of the subject security resulting from such part of the prospectus or oral communication, with respect to which the liability of that person is asserted, not being true or omitting to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statement not misleading, then such portion or amount, as the case may be, shall not be recoverable.”

<sup>1529</sup> **Coffee**, s. 535.

<sup>1530</sup> “(4) LOSS CAUSATION.—In any private action arising under this title, the plaintiff shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant alleged to violate this title caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages”.

<sup>1531</sup> 551 F.2d 531 (2d Cir. 1977).

<sup>1532</sup> **Richter**, s. 58.

<sup>1533</sup> *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* 544 U.S. 336 (2005), par. 342-347.

<sup>1534</sup> *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* 544 U.S. 336 (2005), par. 342-347.

<sup>1535</sup> *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* 544 U.S. 336 (2005), par. 342.

Yakın geçmişte, 2014 yılında verilen *Halliburton v. Erica P. John Fund* kararı da *Basic v. Levinson* kararı ile ortaya konulan karinenin yeniden tartışmaya açıldığı ve zarar illiyeti açısından özel önem taşıyan bir karar olmuştur<sup>1536</sup>. *Basic v. Levinson* sonrasında sermaye piyasalarına ilişkin olarak yapılan bazı araştırmalarda bu kararda varsayıldığı gibi bir piyasa etkinliğinin olmadığı iddia edilse de, *Halliburton v. Erica P. John Fund* kararında *Basic v. Levinson* kararında benimsenen karine prensip olarak yine kabul edilmiştir<sup>1537</sup>. Ancak, bu kararda ABD menkul kıymet davalarında özel bir usul öngören sınıf davasında sınıfın onayına (*class-certification*) ilişkin aşamada *Basic v. Levinson* kararı ile kabul edilen karinenin aksinin davalılar tarafından ispatının mümkün olduğu ve bu şekilde zarar illiyetinin mevcut olmadığından bahisle davalıların menkul kıymetin fiyatının etkilenmemesi hâlinde sorumluluktan kurtulabilecekleri kanaatine ulaşılmıştır<sup>1538</sup>. Dolayısıyla *Halliburton v. Erica P. John Fund* kararı, bilginin fiyata etkisinin olup olmadığına göre bir sonuca varılması gerekliliğini gözler önüne sermiştir<sup>1539</sup>.

ABD’de bugünün zarar illiyeti anlayışı geçmişe göre daha sıkı bir kuralı ifade etse de, hâlâ kamuyu aydınlatmadan kaynaklı menkul kıymet sınıf davalarının yüksek oranda kazanılabildiği ifade olunmaktadır<sup>1540</sup>.

### **bbb- Almanya**

Almanya’da da illiyet bağından doğan gereksinimi karşılamamanın oldukça zor olduğu kabul edilmektedir<sup>1541</sup>. Bu sebeple tarihsel süreçte öncelikle uygulamada farklı bir algı gelişmiş ve sonra izahnameden doğan sorumlulukta illiyet bağına ilişkin özel hükümler öngörülmüştür.

Öğretide, yatırımcıların illiyet bağı için gerekli olan kişisel olarak öğrenme ve bilgiye güvenme çerçevesinde yatırım kararı alındığının ispatını güçleştiren üç temel olgu ortaya konulmuştur. Bunlardan birincisi sermaye piyasasında yatırımcıların genellikle bilgiyi doğrudan alıp kullanmadığı ve bu amaçla ilgili yayınlar, analistler, derecelendirme kuruluşları, aracı kurumlar gibi değişik bilgi aracılara başvurulması; ikincisi piyasada oluşan fiyatın yatırımcıyı yönlendirdiği hatta ABD’de vurgulandığı üzere piyasanın

---

<sup>1536</sup> 573 U.S. 258 (2014).

<sup>1537</sup> **Klöhn**, Marktbetrug, s. 687, 688; **Wichmann**, s. 69, 70.

<sup>1538</sup> **Wichmann**, s. 62, 63, 69.

<sup>1539</sup> 573 U.S. 258 (2014), par. 2398, 2403, 2413.

<sup>1540</sup> **Coffee**, s. 539.

<sup>1541</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 410; **Wagner**, Schadensberechnung, s. 505.

yatırımcının adeta ücretsiz bir danışmanı olarak kabul edilebileceği; üçüncü ve son olarak ise etkin sermaye piyasası teorisinin mevcudiyetidir<sup>1542</sup>. Bu üç ana gerekçeden herhangi birinin kabulü illiyet bağının somut olarak aranması gerekliliğini ortadan kaldırıcı nitelikte görülmektedir<sup>1543</sup>.

İlk olarak, izahnameden doğan sorumluluk bir anlamda yatırımcıların genel algısına ve piyasanın genel atmosferine dayalı olduğu bir yaklaşımla (*Anlagestimmung*), izahnamenin yatırımcıların nezdinde söz konusu finansal aracı almaya yönelik olumlu bir düşünce yahut bir nevi yatırım tavsiyesi izlenimi oluşturması işlem illiyetinin mevcudiyeti açısından yeterli görülmüştür<sup>1544</sup>. Bu yaklaşım çerçevesinde BGH; yatırımcıların izahnameyi okumalarının ve bilgiyi doğrudan ondan almalarının gerekmediğini, izahnamede yazan bir bilginin uzmanlar aracılığıyla öğrenilip bunun sonucunda yatırım isteğinin oluşmasının yeterli olduğunu karara bağlamıştır<sup>1545</sup>. Şu hâlde, izahnamenin yatırımcıların nezdinde söz konusu finansal aracı almaya yönelik olumlu bir düşünce yahut bir nevi yatırım tavsiyesi izlenimi oluşturması işlem illiyetinin mevcudiyeti açısından yeterli görülmektedir<sup>1546</sup>. Öte yandan, sert bir değer düşüşü, önemli nitelikte hususlara ilişkin basında çıkan olumsuz haberler, sürekli kamuyu aydınlatma belgeleriyle ortaya konulan olumsuz bilgiler hukuka aykırılık taşıyan kamuyu aydınlatma belgesiyle oluşan yatırım atmosferinin sona erdiğinin kanıtı olabilecek hususlar olarak gösterilmektedir<sup>1547</sup>.

İlk etapta fiili bir karine olarak kabul edilen bu yaklaşım, daha sonra özel bir düzenleme ile normatif zemine kavuşmuştur. Bu bağlamda, hukuki bir karine öngörülerek bu konudaki ispat yükü ters çevrilmiştir<sup>1548</sup>. Tarihsel süreçte öncelikle Borsa Kanunu (*Börsengesetz*) hemen sonrasında mülga İzahname Kanunu (WpPG) ile bu yönde illiyet bağı karinesi öngörülmüştür<sup>1549</sup>. Son olarak, yürürlükteki İzahname Kanunu'nda da illiyet bağı karinesi kabul edilmiş (WpPG § 9.1) ve illiyet bağı kesen sebeplerin mevcut olması hâlinde sorumluluğun doğmayacağı belirtilmiştir (WpPG § 12.2).

---

<sup>1542</sup> **Klöhn**, Marktbetrug, s. 674-675.

<sup>1543</sup> **Klöhn**, Marktbetrug, s. 675-676.

<sup>1544</sup> **Langenbacher**, s. 313.

<sup>1545</sup> **Veil**, s. 305, dpn. 192.

<sup>1546</sup> **Langenbacher**, s. 313.

<sup>1547</sup> **Langenbacher**, s. 315.

<sup>1548</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 411.

<sup>1549</sup> Mülga WpPG § 21.1'in ilk cümlesi ve § 23.2.1 hükmünün *Anlagestimmung* fikrine dayandığı ifade edilmektedir (**Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 411; **Langenbacher**, s. 314).

Hemen belirtelim ki, BGH, yatırımcıların bu yöndeki yaklaşımlarına dayalı fiili karinenin (*Anlagestimmung*) belirli davalarda özel durum açıklamaları açısından da uygulama alanına sahip olabileceğini ifade etmiştir<sup>1550</sup>.

Diğer taraftan, BGH ikinci el piyasada kamunun aydınlatılmasından BGB § 826 çerçevesinde sorumluluğun doğması için davacının sorumluluğa yol açıcı bilgi olmasaydı işlemi yapmayacağını ya da farklı koşullarda yapacağını kanıtlamasını aramaktadır<sup>1551</sup>. Bu gereklilik, işlem illiyetini ifade etmektedir. BGH 2. Hukuk Dairesi, yatırım kararının rasyonel ya da rasyonel olmayan pek çok nedene dayanabileceği ve spekülatif hususlardan da etkilenebileceğinden hareketle ABD’de gelişen Piyasa Hilesi Teorisini açıkça reddetmektedir<sup>1552</sup>. Bu çerçevede, BGH 2. Hukuk Dairesi, söz konusu kararlarda hukuka aykırı bilgilendirmenin yatırım kararına yol açtığının davacı tarafından ispatını gerekli görmüştür<sup>1553</sup>. Daire, *Informatec* Kararı ile *EM.TV.* kararında ise Piyasa Hilesi Kuramını göz ardı ederek değerlendirmeye dahi almamıştır.

BGH 11. Hukuk Dairesi ise *IKB* Kararında WpHG § 97’nin yerini aldığı § 37b hükmüne dayanan davada finansal aracın aynen iade talep eden yatırımcıların sahip oldukları işlem illiyetinin mevcudiyetini ispat yükü altında oldukları ve bu bağlamda finansal araçları yanlış ya da eksik kamuyu aydınlatma dolayısıyla aldıklarını ortaya koymaları gerektiğine karar vermekle birlikte<sup>1554</sup>, yalnızca nakdi tazmin istendiğinde ise özel durum açıklamasının gereği gibi yapılması halinde araç fiyatının farklı olacağının ispatının yeterli olduğunu kabul etmiştir<sup>1555</sup>. Daire bu kararındaki prensibin özel durum açıklamalarının yapılmamasının yanı sıra yanlış ya da yanıltıcı açıklamalara yönelik WpHG § 98’nin yerini aldığı § 37c paragrafı için de geçerli olduğunu belirtmiştir.

Öğretide, izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin WpHG ve BGB hükümleri çerçevesinde, bir taraftan illiyet bağının kanıtlanması gerektiğini belirtenler olduğu gibi diğer taraftan yatırımcının fiyata

---

<sup>1550</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 411.

<sup>1551</sup> **Wagner**, Schadensberechnung, s. 505, 506; **Klöhn**, Marktbetrug, s. 673, 691.

<sup>1552</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 411; **Wagner**, Schadensberechnung, s. 507; **Klöhn**, Marktbetrug, s. 691.

BGH’nin bu görüşünü ortaya koyduğu *Comroad* kararları için bkz. BGH NZG 2007, 345, Rdn. 11 (Comroad I); BGH NZG 2007, 346, Rdn. 8 (Comroad II); BGH NZG 2007, 269, No. 5 (Comroad III); BGH ZIP 2007, 1560, Rdn. 16 (Comroad IV); BGH ZIP 2007, 1564, Rdn. 16 (Comroad V).

<sup>1553</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 410; **Wagner**, Schadensberechnung, s. 507.

<sup>1554</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 417. Bu görüş yatırımcı lehine hiçbir kolaylığı kabul etmemektedir.

<sup>1555</sup> BGH, Urt. v. 13. 12. 2011-XI ZR 51/10, OLG Düsseldorf (NJW 2012, s. 1800).



güvenmesinin yeterli olduğu ve ispat yükünden muaf tutulması gerektiğini ifade edenler de mevcuttur<sup>1556</sup>.

#### bb- Hukukumuzdaki Düzenleme

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta illiyet bağı karinesi hukukumuzda 6362 sayılı SerPK ile dahil olmuştur. 2499 sayılı mülga SerPK'nın yürürlükte olduğu dönemde de Piyasa Hilesi Kuramı'nın, Türk hukuku açısından da geçerli kabul edilmesi gerektiği ifade edilmiş olsa da<sup>1557</sup>, bu dönemde kuramın geçerliliğine yönelik bir hukuki düzenleme ya da yargı uygulaması bulunmamaktaydı. Yine bu dönemde illiyet bağı ispatın yatırımcı üzerinde bırakılmaması gerektiği öğretide savunuluyordu<sup>1558</sup>.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta illiyet bağı karinesinin öngörüldüğü düzenleme SerPK m. 32/4. fıkrasıdır. Anılan hükme göre; *“Yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren izahnamenin geçerlilik süresi boyunca; diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin ise kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra, ilk halka arzdan veya borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine yatırımcıların malvarlıklarında zarar meydana gelmesi hâlinde bu maddeye göre ileri sürülecek tazminat talepleri açısından kamuyu aydınlatma belgesi ile zarar arasında illiyet bağı kurulmuş sayılır.”*

SerPK m. 32/4. fıkrasının lafzı dikkate alındığında, *“kamuyu aydınlatma belgesi ile zarar arasında”*ki nedenselliğe ilişkin bir karinenin öngörüldüğü anlaşılmaktadır. Dolayısıyla anılan düzenleme ile zarar illiyeti konusunda bir karine kabul edilmiştir. Her ne kadar kanun koyucu açıkça öngörmese de, yukarıda da açıklandığı gibi zarar illiyetinin işlem illiyetinin de varlığını gerekli kılan ve bunu bir adım daha ileri götüren bir gereklilik olması dolayısıyla SerPK m. 32/4'de düzenlenen illiyet bağı karinesinin işlem illiyetini de kapsadığı sonucuna ulaşılabilir. Buna ek olarak, SerPK m. 32/5. fıkrasının işlem illiyetine dayandığını düşündüğümüz (a), (b) ve (c) bentlerinin sorumluluğu ortadan kaldıran nedenler olarak düzenlenmiş olması da bu kabulümüzü haklı kılar niteliktedir.

<sup>1556</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 417; **Klöhn**, Marktbetrug, s. 692.

<sup>1557</sup> Manipülasyondan doğan hukuki sorumluluğun belirlenmesinde Piyasa Hilesi Kuramının geçerli olduğu görüşü için bkz. **Manavgat, Ç.**: Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara 2008, s. 201.

<sup>1558</sup> **Manavgat**, İşleme Dayalı Manipülasyon, s. 199-201; **Mutlu Uşaklı**, 2010, s. 146.

Yine de SerPK m. 32/4'ün daha açık bir şekilde kaleme alınması kanun yapma tekniğine daha uygun bir tercih olabilirdi.

Anılan düzenlemenin en temel hukuki sonucu hükmün kapsamına giren durumlarda illiyet bağının mevcut olduğunun varsayılmasıdır. Bu durum, kural olarak hakkını dayandığı olguları ispatla yükümlü tutulması gereken davacının illiyet bağını ispat etmek zorunda kalmamasıdır. Öngörülen bu hukuki karine çerçevesinde ispat yükü yer değiştirmektedir. Davalının illiyet bağının mevcut olmadığını ileri sürmesi hâlinde ise SerPK m. 32/5. fıkrasında sayılan ya da sorumluluk hukukuna ilişkin genel esaslardan doğan ve illiyet bağını kesen genel nedenlerin<sup>1559</sup> varlığını kanıtlaması gerekir. Bu şekilde yatırımcının korunması ilkesine uygun bir tercihte bulunulmuştur.

Ayrıca belirtelim ki, kanun koyucu SerPK m. 32/3. fıkrasında “...*bu maddeye göre ileri sürülecek tazminat talepleri ...*” ifadesini kullanmıştır. Bu ifadeyi kanun koyucunun madde kapsamına giren bütün kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk için öngördüğünden şüphe duymamak gerekir. Bu bağlamda, SerPK m. 32/3. fıkrası, izahnameden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin SerPK m. 10 ile finansal raporlardan doğan sorumluluğa ilişkin SerPK m. 14/2. fıkrası kapsamındaki tazminat davalarında da genel hüküm olarak uygulama alanına sahiptir.

Kanun koyucu illiyet bağı karinesinden yararlanılabilmesi için ikinci el piyasada *borsa'da satışın* gerekli olduğunu hükme bağlamıştır. Bunun sebebi karineyi ortaya çıkaran Etkin Sermaye Piyasası Teorisi ve Piyasa Hilesi Kuramı çerçevesinde piyasa fiyatına güvenin korunmasıdır.

Dikkat edilecek olursa, illiyet bağına ilişkin karinede kamuyu aydınlatma belgesi ile işlemin yapılma zamanı arasındaki süre sınırlandırılmıştır. Hükmün uygulama alanı bulabilmesi için göz önüne alınması gereken bu süre açısından izahname ile diğer kamuyu aydınlatma belgeleri arasında da bir fark yaratılmıştır. İzahname için “*geçerlilik süresi*”, diğer kamuyu aydınlatma belgeleri için ise belgenin kamuya açıklandığı tarihten “*hemen sonra*”sı esas alınmıştır. SerPK m. 9 gereği izahnamenin geçerlilik süresi belgenin ilk yayımından itibaren oniki aydır<sup>1560</sup>.

İzahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde ise *durumun öğrenilmesi ve öğrenilen bilgi ile sağlıklı değerlendirme yapabilmesi için gerekli makul süre* olarak

<sup>1559</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-C-b-“Sorumluluk Hukukuna İlişkin Genel Esaslardan Doğan Hâller”.

<sup>1560</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-9-“İzahnamenin Geçerlilik Süresi”.

düşünmek uygun olacaktır<sup>1561</sup>. Bu değerlendirme yapılırken yine ortalama yatırımcı dikkate alınacaktır<sup>1562</sup>.

Karinenin niteliğine bakıldığında ise kanun hükmünde öngörülmüş olması dolayısıyla hukuki bir karine olduğu açıktır. Bununla birlikte, davalı tarafından aksi ispat edilebilir olduğundan adi bir karine niteliğinde olduğu anlaşılmaktadır<sup>1563</sup>. Bu konuda *Odman Boztosun* kesin bir karinenin söz konusu olduğunu ifade etmişse de<sup>1564</sup>, SerPK m. 32/5. fıkrasında sayılan hâller bu görüşün kabulünü imkânsız kılmaktadır. SerPK m. 32/5. fıkrasında sayılan hâllere ek olarak sorumluluk hukukunda illiyet bağıni kesen genel sebepler de uygulama alanına sahiptir.

Şu hâlde, SerPK’da öngörülen illiyet bağı karinesinin hukuki alt yapısı, ABD ile ABD hukukunun bu açıdan etkelediği Alman hukukundaki tarihsel sürece ve düzenlemelere dayanmaktadır. Düzenlemenin şekli konusunda somut bir bakış açısıyla ise Almanya’da kabul edilen *Anlagestimmung* teorisinin izahnameden doğan hukuki sorumlulukta normatif zemine kavuşturulması Türk hukukuna da benzer bir düzenlemeyi getirmiştir. Alman hukukunda *Anlagestimmung* teorisinin somut bir şekilde ortaya konulmadığı durumlarda ise işlem illiyetinin ispat edilmesi gerektiği ve ispat yükünün davacı üzerinde olduğu ifade edilmiştir<sup>1565</sup>. Aynı bağlamda, hukukumuzda da SerPK m. 32/4’ün uygulama alanının dışında da kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan özel sorumluluk hükümlerinin uygulanabileceği sonucuna varılabilir. Ancak bunun için daha önce de ifade ettiğimiz gibi illiyet bağının yatırımcı tarafından ispat edilmesi zorunludur.

Sonuç olarak, ABD ve Almanya’da yukarıda açıklanan çerçevede sadece izahnameden doğan sorumlulukta normatif zemine dayanan illiyet bağı karinesi Türk hukukunda bütün kamuyu aydınlatma belgeleri için yasal düzenlemeye bağlanmıştır. Şu hâlde, illiyet bağı özelinde Türk hukukunda yer alan düzenlemelere temel teşkil eden ülke hukuklarında öngörülen düzenlemelere göre yatırımcıyı daha fazla koruyacak bir sistemin tercih edildiği söylenebilir. Bu durumun etkinlik kazanması ise yatırımcıların hak arama özgürlüğünün geliştirilmesi, Türk sermaye piyasasının genel niteliklerinden kaynaklanan sorunların aşılmasına bağlıdır<sup>1566</sup>.

<sup>1561</sup> **Rüzgâr**, s. 866; **Gözüyeşil**, s. 289, 290.

<sup>1562</sup> **Gözüyeşil**, s. 289.

<sup>1563</sup> **Memiş/Turan**, s. 78; **Kara**, s. 152, 153; **Meral**, Zararın Doğduğu An, s. 128.

<sup>1564</sup> **Odman Boztosun**, s. 155.

<sup>1565</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 412.

<sup>1566</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-V-“Sorumluluk Düzenlemelerinin Etkin Şekilde Uygulanmasının Önündeki Bazı Fiili ve Hukuki Engeller”.

## C- İlliyet Bağının Kurulamadığı ve/veya Kesildiği Hâller

### a- Kanunda Özel Olarak Öngörülen Haller

SerPK m. 32/5. fıkrasına göre, “*Kamuyu aydınlatma belgelerinin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından kaynaklanan tazminat talebi;*

*a) Sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının, kamuyu aydınlatma belgesine dayanmaması,*

*b) Sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu bilinmesine rağmen yapılması,*

*c) Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere ilişkin düzeltmenin, yatırım kararının verilmesinden veya bu belgeye dayanarak işlem yapılmasından önce ilan edilmiş olması,*

*ç) Kamuya açıklanan belgede yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasaydı dahi yatırımcıların zarara uğrayacak olmaları,*

*hâlinde reddedilir.”.*

Bu düzenleme ile bir anlamda illiyet bağının kurulamadığı yahut kesilmiş kabul edildiği haller hükme bağlanmıştır<sup>1567</sup>. Sayılan hususlar daha önce de değinildiği gibi, illiyet bağı karinesi çerçevesinde sorumlu tutulan davalılara sorumluluktan kurtulma imkânı sunar<sup>1568</sup>. Düzenlemede belirtilen hâller, her biri kendi içinde değişik durumu içinde barındıran sınırlı sayıda kategorileri oluşturmaktadır. Ancak, bunlara ek olarak sorumluluk hukukuna göre illiyet bağını kesen genel sebepler de saklıdır<sup>1569</sup>.

Fıkra düzenlenen hâlleri ayrı ayrı incelemeye geçmeden önce bu hallerle ilgili birtakım ortak özellikleri vurgulamakta yarar vardır. Her şeyden önce SerPK m. 32/4. fıkrası kapsamında illiyet bağının varlığı karine olarak kabul edildiğinden bunun aksine

<sup>1567</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 243-246; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 130. *Keskin* ise bu durumların illiyet bağının kesildiği haller olduğunu ifade etmiştir (**Keskin**, s. 118).

<sup>1568</sup> Yukarıda da belirtildiği gibi anılan düzenlemenin (a), (b) ve (c) bendi işlem illiyeti (ç) bendi ise zarar illiyeti ile ilgili. Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-a-“İşlem İlliyeti” ve ‘Zarar İlliyeti’ Kavramları”.

SerPK m. 32/5. fıkrasındaki durumlardan (a), (c) ve (ç) bentlerinin illiyet bağıyla ilgisi ve (b) bendinin ise kimsenin kendi kusurundan hak çıkartabilmesinin mümkün olmaması dolayısıyla *uygulamaya yol göstermek amacıyla açıkça hükme bağlanan hususlar* olduğu da ileri sürülmüştür (**Rüzgâr**, s. 865). İlk bakışta sorumluluk hukukunun ana prensipleri bağlamında fıkra sayılan halleri bu şekilde bir yere konumlandırabilmek mümkündür. Ancak, bu düzenlemelerin yürürlüğe konulmasının arka planını oluşturan süreç göz önüne alındığında, fıkra sayılan hâllerin genel hükümler gereği zaten geçerli olan bir anlamda *olmasa da olur* nitelikte görülmemesi gerekir.

<sup>1569</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-C-b-“Sorumluluk Hukukuna İlişkin Genel Esaslardan Doğan Hâller”.

bir sonuca götüren hâllerin varlığını ispat yükü davalıda bir başka deyişle kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu olan kişilerdedir.

Sorumluluğu ortadan kaldıran hâllerin mevcut olduğunun herhangi bir davalı tarafından ispatı durumunda tüm sorumlular bakımından hukuki sorumluluk ortadan kalkar. Müteselsil borçluluğa ilişkin genel hüküm niteliğindeki TBK m. 166/2. fıkrasına göre “*Borçlulardan biri, alacaklıya ifade bulunmaksızın borçtan kurtulmuşsa, diğer borçlular bundan, ancak durumun veya borcun niteliğinin elverdiği ölçüde yararlanabilirler.*” SerPK m. 32/5. fıkrası, illiyet bağıını ortadan kaldıran bir nedenin ispatı niteliğinde olacağından diğer borçlular açısından da sorumluluğun ortadan kalkmasına yol açacağından kuşku duyulmamalıdır. Ekleyelim ki, müteselsil borçlulardan biri olan davalı, ortak def’i ve itirazları ileri sürmemesi durumunda diğerlerine karşı sorumlu olur (TBK m. 164/2)<sup>1570</sup>.

#### **aa- Sermaye Piyasası Araçlarının Alım veya Satımının Kamuyu Aydınlatma Belgesine Dayanmaması**

Sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının, kamuyu aydınlatma belgesine dayanmaması, işlem illiyetinin<sup>1571</sup> mevcut olmadığının ortaya konulması anlamına gelir. Yatırımcının kamuyu aydınlatma belgesine dayalı olarak değil de tamamen farklı araç ve amaçlarla işlem yaptığı durumlar bu kapsamdadır.

İllyet bağıının kurulmadığının kanunen ifade bulduğu bu durumda piyasada oluşan fiyata güvenerek işlem yapmadığı açık olan kişilerin tazminat alacaklısı olmalarının önüne geçilmiştir. Davalının davacı yatırımcının izahnameye değil de bir arkadaşının yatırım tavsiyesine uyarak veya şirket içinden aldığı bir başka bilginin doğru olduğunu varsayarak ya da ihraç hakkında basından çıkan gerçek dışı haberlere güvenmesi sonucunda yatırım kararı alması bu türden durumlara örnek olarak gösterilebilir<sup>1572</sup>.

#### **bb- Bilginin Yanlış, Yanıltıcı veya Eksik Olduğunun Bilinmesine Rağmen Yapılması**

Sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu bilinmesine rağmen

<sup>1570</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Akıntürk, s. 164 vd.; Kapancı, K. B.: Birlikte Borçlulukta Borçlular Arası İlişkiler, 2. Bası, İstanbul 2015, s. 565-567.

<sup>1571</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-a-aa-“İşlem İlliyeti”.

<sup>1572</sup> Langenbucher, s. 314.

yapılmasının sorumluluğu ortadan kaldıran bir hâl olarak kabulü de *Basic v. Levinson* kararının bir diğer sonucu olarak ortaya çıkmıştır<sup>1573</sup>.

SerPK m. 32/5.b bendinde yer alan bu düzenleme ile bir anlamda zarara uğrayan kişinin ağır kusurunun dikkate alındığı akla gelebilir. Keza, yatırımcının duruma rıza gösterdiği de varsayılabilir. Bu çerçevede, yatırımcının zarara rıza göstermesi işlem ya da fiilin zarar gören açısından hukuka aykırılığını engelleyen bir hâl olarak da değerlendirilebilir (TBK m. 63/2)<sup>1574</sup>.

Bu tür durumlarda kişinin bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunu bilmesine rağmen yapması hâlinde zarara uğramayacağını düşünmesinin söz konusu olabileceği gibi bu kişilerin zarara uğramasının muhtemel olduğunu bile bile işlemi yapması da söz konusu olabilir. Zararın yatırımcı tarafından öngörülmesine rağmen işlemin yapıldığı durumlarda sorumluluk hukukunda tazmini gereken bir zararın varlığı belirlenirken esas alınan unsurlardan biri olan zararın irade dışı gerçekleşmesi gerekliliği mevcut değildir. Şu hâlde, kanun koyucu rıza ile zararın doğduğu hallerde bu zararın tazmininin söz konusu olmasına izin vermemiştir.

Bununla birlikte, bilginin yanlış ya da eksik olduğunun bilinmesine rağmen işlemin yapılması hâlinde doğan zararın tazmininin istenememesi dürüstlük kurallarının ve hakkın kötüye kullanılması yasağının da gereğidir.

Öğretide, bir şirkete karşı açılmış ve kaybedilmiş olmakla birlikte dava konusunun miktar açıklanmadan sadece davanın kaybedildiğinin açıklandığı bir tazminat davasında karşı taraf avukatının bu şirket payları üzerinde yaptığı bir işlemde bu dava ile ilgili olarak kamuya eksik açıklama yapıldığından bahisle zararının giderilmesini isteyememesi, bu hüküm kapsamında olabilecek durumlara bir örnek olarak gösterilmiştir<sup>1575</sup>.

### **cc- Kamuyu Aydınlatma Belgelerinde Gerekli Düzeltmenin Yapılmış Olması**

Kamuyu aydınlatma belgelerinde kast söz konusu olmaksızın yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilginin verilmiş olması hâlinde bu durumun düzeltilmesi yükümlülüğü söz konusudur (*duty to correct*)<sup>1576</sup>. Bilgilerin düzeltilmesi gerekliliği, bir yükümlülük

<sup>1573</sup> Klöhn, Marktbetrug, s. 686; Kulms, s. 1130.

<sup>1574</sup> Bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu bilinmesine rağmen yapılması hâlinde mağdurun durum hakkında bilgisi olduğu için zararın hiç doğmadığı bir hâl olduğu da ileri sürülmüştür (Meral, Zararın Doğduğu An, s. 145).

<sup>1575</sup> Manavgat, HAAO, s. 245.

<sup>1576</sup> Hellgardt, s. 99, 100.

olmasının yanı sıra aynı zamanda *gereği gibi gerçekleştirilmesi hâlinde hukuki sorumluluğu ortadan kaldıran bir durum* olarak düzenlenmiştir (SerPK m. 32/5.c).

Kamuyu aydınlatma belgesinde gerekli düzeltme yapılmış olması, esas itibarıyla hukuka aykırılığı kaldıran bir neden olarak değerlendirilmeye elverişlidir. Başlangıçta hukuka aykırılık söz konusu olmakla birlikte, sonradan bu aykırılığın ortaya çıkarması muhtemel zararı engelleyici bir davranış olarak gerekli düzeltmenin yapılması öngörülmüştür. Bu düzeltme yapıldıktan sonra alınan yatırım kararı sonucunda zarar doğmuş olsa bile kamuyu aydınlatma fiili ile zarar arasında illiyet bağı bu özel kural çerçevesinde koparılmış olmaktadır.

Gerekli düzeltmelerin sorumluluğu ortadan kaldırması için düzeltici açıklamanın ilk açıklamaya paralel şekilde yapılması gerekir. Bu noktada, onaya tabi bir belge olan izahnamenin durumuna özel olarak değinmekte yarar vardır. Yukarıda da açıklandığı üzere<sup>1577</sup>, SerPK m. 8/1. fıkrası gereğince izahname ile kamuya açıklanan bilgilerde, satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişiklik ya da yeni hususların ortaya çıkması hâlinde durum ihraççı yahut halka arz eden tarafından en uygun haberleşme vasıtasıyla derhâl Kurula bildirilir. Değişiklik veya yeni eklenecek hususlar, bildirim tarihinden itibaren yedi iş günü içinde Kanunun 6. maddesindeki esaslar çerçevesinde SPK tarafından onaylanmak ve sonrasında yine izahname gibi yayımlanmak zorundadır (SerPK m. 8/3) Bu konuda ayrıca İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinin 24. maddesi de önem taşımaktadır. İzahname açısından öngörülen özel hüküm çerçevesinde, ihraççı ya da halka arz edenin gerekli usule uyması durumunda izahnamenin ekleme veya değişiklik öncesi hâli artık yanlış, yanıltıcı yahut eksik sayılmaz. Bu takdirde, taleplerini geri almayan yatırımcıların sonradan ilgili düzenlemelerde yer bulan usule uygun olarak izahnamede yapılan ekleme ve değişiklikler sebebiyle zarara uğradıklarını ileri sürmeleri mümkün olmayacaktır. Kanun koyucu bu usulü tanıyarak yatırımcıların bu sebeple zarara uğramalarını engellemek istemiş ve taleplerini geri almayan yatırımcıların da bir anlamda oluşan yeni duruma rıza gösterdiklerini kabul etmiş olmaktadır.

Hükmün uygulanması açısından zamanlama da önem taşımaktadır. Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere ilişkin düzeltmenin, “*yatırım kararının verilmesinden veya bu belgeye dayanarak işlem yapılmasından önce*” ilan edilmiş olmasının arandığı görülmektedir. Gerekli düzeltmenin yapıldığının davalı tarafından ispatı için durumun somut delillerle ortaya konulması gerekir. Sorumlu kişiler,

---

<sup>1577</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-8-“İzahname Üzerinde Değişiklikler”.

düzeltilmenin yapıldığını ortaya koyarak bu durumu ispat edebilir. Bu açıdan düzeltmenin yapılmış olması yeterlidir; bu düzeltmenin yatırımcı tarafından öğrenildiğinin ve bilindiğinin ispatı aranmaz<sup>1578</sup>.

Son olarak belirtelim ki, kamuyu aydınlatma belgesi üzerinde yapılan gerekli ekleme ve değişiklikler, hukuki sorumluluğu ortadan kaldırıcı bir etki doğurabilecek güçte olduğu gibi aynı zamanda bu ekleme ve değişikliklerde yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilgi verilmesi<sup>1579</sup> söz konusu olduğunda ilgili kişilerin hukuki sorumluluğu doğar<sup>1580</sup>. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma belgesi üzerinde sonradan yapılan ekleme ve değişiklikler de artık hukuki sorumluluğun fiil koşulunun mevcut olmasını sağlar.

#### **dd- Kamuya Açıklanan Belgede Yer Alan Bilgiler Yanlış, Yanıltıcı veya Eksik Olmasaydı Dahı Yatırımcıların Zarara Uğrayacak Olmaları**

SerPK m. 32/5.ç bendi uyarınca, kamuya açıklanan belgede yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasaydı dahi yatırımcıların zarara uğrayacak olması hâlinde ilgili kişilerin hukuki sorumlulukları söz konusu olmayacaktır.

Sorumluluk hukukunda bir sonucu meydana getirmeye elverişli birden çok olgu bulunmakla birlikte, bunlardan biri diğerinin önüne geçebilir. Hâl böyle iken dış sebep adeta belgedeki hukuka aykırılık ile zarar arasındaki nedenselliği ortadan kaldırmaktadır<sup>1581</sup>. Bu takdirde, kamuyu aydınlatma belgesinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı yahut eksik olması söz konusu olmasaydı dahi yatırımcıyı zarara uğratacak olan başka sebeplerin varlığı illiyet bağıını ortadan kaldırmaktadır. Şirketle ilgili sektörel gelişmeler, makroekonomik durumlar, şirketin başka kamuyu aydınlatma belgeleri ile sunduğu yeni birtakım bilgiler yatırımcıyı zarara uğratacak olan söz konusu hâllere örnek olarak gösterilebilir. SerPK m. 32/5.ç bendi de, zarara yol açan nedenlerin çokluğu dolayısıyla illiyet bağının kurulamadığı bu tür hâlleri ifade etmektedir.

Somut durumda birden çok farklı olgu zararı doğurmaya elverişli olsa da, kamuyu aydınlatma belgesinden kaynaklanmayan dış sebep öne geçmiştir Bu türden durumlarda da birden fazla nedenden birinin diğerinin illiyet bağıını kestiği bir başka deyişle

---

<sup>1578</sup> Gözüyeşil, s. 293.

<sup>1579</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-2-B-“Sorumluluğa Yol Açan Hâller”.

<sup>1580</sup> İzahname açısından bu yönde bir değerlendirme için bkz. Assmann, WpPG, s. 619, 636.

<sup>1581</sup> Oğuzman/Öz, s. 48, 49.



engellediğinden bahsedilir<sup>1582</sup>. Dışarıdan kaynaklı sebep “öne geçen sebep” diğeri ise “geride kalan sebep” olarak nitelenmektedir<sup>1583</sup>.

Öte yandan, anılan hüküm yarışan illiyeti ya da seçimlik illiyeti ifade etmemektedir. Yarışan illiyette farklı nedenlerin birleşip etki etmesi söz konusu iken SerPK m. 32/5.ç bendi kapsamında nedenlerden biri diğlerinin önüne geçmektedir. Birden çok sebebin tek başlarına zararlı sonucu meydana getirmeye yeterli olmadıkları durumda SerPK m. 32/5.ç bendinin uygulanması mümkün değildir. Zira bu tür bir durumda zarar doğmuş ise kamuyu aydınlatma belgesindeki hukuka aykırılık da zararın doğumunun sağlanmasına etki etmiştir.

Seçimlik illiyet olmamasının sebebi ise seçimlik illiyette hangi sebebin zarara yol açtığıın belirgin olmamasıdır<sup>1584</sup>. Burada ise kamuya açıklanan bilginin hukuka aykırılık unsurunu taşıması hâlinde bile zararın doğacak olması bir belirlilik içermektedir.

Önemle belirtelim ki, hukuki sorumluluğu ortadan kaldıran son özel durum olan kamuya açıklanan belgede yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasaydı dahi yatırımcıların zarara uğrayacak olmaları zarar illiyeti<sup>1585</sup> ile ilgilidir<sup>1586</sup>. Hükümün uygulanabilmesi için fiyata etki edecek diğ hususların varlığının ispat edilmesi gerekir. Daha somut bir ifadeyle, davalının, ilgili finansal aracın değerindeki azalmanın şirket içi veya dışı başkaca olay ve vakıalara dayandığı ile yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilgiler içeren belgenin bu düşüğe bir etkisinin olmadığını ispat etmesi gerekmektedir<sup>1587</sup>.

Sermaye piyasası aracını yanlış, yanıltıcı ya da eksik izahnamenin yayımlanmasından sonra alan bir yatırımcının araçtaki değer düşüşünün izahnamedeki hukuka aykırılık taşıyan husustan değil şirketin içinde bulunduğu farklı risklerden kaynaklandığı durumlarda zarar illiyeti koşulu yerine getirilemediği için zararın tazmini söz konusu olamayacaktır<sup>1588</sup>. İhraççının kredi notunun düşürülmesi yahut Borsa’da işlem görme şartlarının yerine getirilememesi gibi hâller bu tür durumlara örnek olarak gösterilmiştir<sup>1589</sup>.

---

<sup>1582</sup> Oğuzman/Öz, s. 48; Kılıçoğlu, s. 405, 406.

<sup>1583</sup> Oğuzman/Öz, s. 52; Kılıçoğlu, s. 405, 406.

<sup>1584</sup> Oğuzman/Öz, s. 48; Kılıçoğlu, s. 405, 406.

<sup>1585</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-B-a-bb-“Zarar İlliyeti”.

<sup>1586</sup> Hellgardt, s. 530.

<sup>1587</sup> Assmann, WpPG, s. 651, 652.

<sup>1588</sup> Langenbucher, s. 317.

<sup>1589</sup> Langenbucher, s. 317.

## **b- Sorumluluk Hukukuna İlişkin Genel Esaslardan Doğan Hâller**

Sorumluluk hukukuna ilişkin genel esaslar çerçevesinde illiyet bağıını kestiği kabul edilen üç durum olarak *mücbir sebep*, *zarar görenin ağır kusuru* ve *üçüncü kişinin kusuru* kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa da etki eder. Hukuki sorumluluğun doğmaması için bu sebeplerin mevcut olduğunun davalı tarafından ispat edilmesi gerektiği unutulmamalıdır (TMK 6).

### **aa- Mücbir Sebep**

Mücbir sebep, önlenemez şekilde ortaya çıkan olağandışı ve öngörülemeyen dış olay ya da olaylardır<sup>1590</sup>. Mücbir sebepler; deprem, kasırga gibi doğal olaylardan kaynaklanabileceği gibi savaş, darbe, isyan gibi insan davranışından da kaynaklanabilir. Aynı zamanda, salgın hastalık gibi karma nitelikte durumlar da söz konusu olabilir. Bu hâller, zarar veren kişinin faaliyetlerinin sorumluluk alanının dışında bağımsız nitelik arz etmek zorundadır.

Mücbir sebep, kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluk doğurucu hallerde varlığına çok sık rastlanabilecek bir illiyet bağıını kesen sebep olarak görülmesine de<sup>1591</sup>, varlığı inkar edilemez niteliktedir. Örneğin, şirket yapmak istediği bir özel durum açıklamasını elektronik sisteme veri girişi yapmak istediği anda o bölgedeki bir deprem dolayısıyla yapamamış olabilir. Bu durumda bu bilginin zamanında kamuya sunulmaması dolayısıyla sorumluluğu doğmayacaktır. Yine, işletme dışındaki işçi kuruluşlarının alınmış siyasi ve genel grev<sup>1592</sup> dolayısıyla ilgili şirket çalışanlarının hizmet görmemesi hâli de şirket açısından mücbir sebep sayılabilir. Nihayet, 2019 yılının sonlarında Çin’de başlayan ve daha sonra kısa sürede tüm dünyada görülen vakalarla birlikte pandemi hâline dönüşen *Covid-19* salgını da kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu etkileyebilecek sonuçlar doğurmuştur. Bütün bu hallerde kamuyu aydınlatmaya ilişkin olarak söz konusu olan ihlâl öngörülemez ve kaçınılmaz şekilde ortaya çıkan mücbir sebepten ileri gelmiştir.

Önemle belirtelim ki, özellikle kamusal çapta sonuç doğuran mücbir sebeplerde en doğru olanı düzenleyici otoritenin zarar doğmasını engellemeye yönelik kararlar almasıdır. Nitekim, SPK, *Covid-19* pandemisinin ortaya çıkardığı mücbir sebep dolayısıyla 19.03.2020 tarihinde SPK tarafından da kamuyu aydınlatma ile ilgili olarak

<sup>1590</sup> Kılıçoğlu, s. 406; Baysal, s. 212.

<sup>1591</sup> Mücbir sebepten kaynaklı olarak illiyet bağıının kesilmesinin niteliği itibarıyla manipülasyon açısından uygun olmadığı hakkında bkz. **Manavgat**, İşleme Dayalı Manipülasyon, s. 207.

<sup>1592</sup> Bu durumun mücbir sebep olarak kabulü konusunda bkz. **Eren**, Genel Hükümler, s. 582.

belirli şirketlerin finansal raporların bildirimine ilişkin konularda ek süre verilmiştir<sup>1593</sup>. Bu tür önleyici düzenlemeler çerçevesinde yatırımcı zararının olabildiğince önlenmesinde yarar vardır.

#### **bb- Zarar Görenin Ağır Kusuru**

Zarar görenin kusuru, illiyet bağıını kesecek ağırlıkta ise zarar veren hukuki sorumluluktan kurtulabilmektedir<sup>1594</sup>. Ancak, zarar görenin kusuru illiyet bağıını kesecek ağırlıkta olmamakla birlikte zararlı sonucun doğmasına katkıda bulunacak ölçüde ise bu durum yalnızca tazminattan indirim sebebi olur<sup>1595</sup>.

Sorumlu kişinin zarar doğurmaya elverişli bir fiili söz konusu olsa da, zarar görenin kusurlu hareketinin illiyet bağıını ortadan kaldırabilmesi için sorumlu kişinin fiilini ikinci plana atması ve tek başına zararı doğurmuş olması aranır. Zarar gören kişinin davranışının illiyet bağıını ortadan kaldırması için bu anlamda ağırlık kazanması gerekir. Bu durumun tazminattan indirim ya da sorumluluğu ortadan kaldıran bir hâl teşkil etmesi, kişinin kendi kusuruyla doğurduğu zararını başkasına yükleyememesiyle ilgili olup dürüstlük kurallarının da gereğidir.

---

<sup>1593</sup> "...5.a) Portföy yönetim şirketleri ve aracı kurumların 01.01.2019-31.12.2019 hesap dönemi ile 01.01.2020-31.03.2020 üç aylık ara hesap dönemine ait finansal raporlarının bildirimini, sermaye piyasası mevzuatında belirlenmiş olan nihai bildirim sürelerini takip eden ayın sonuna kadar yapılabilmesine,

b) Yatırım fonlarının (gayrimenkul, girişim sermayesi ve borsa yatırım fonları dahil) 01.01.2019-31.12.2019 hesap dönemine ait finansal raporlarının bildirimini ve emeklilik yatırım fonlarının 01.01.2019-31.12.2019 hesap dönemine ait yıllık raporlarının ilanının 30.04.2020 tarihine kadar yapılabilmesine,

c) Sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmelerin 01.01.2020-31.03.2020 üç aylık ara hesap dönemine ait finansal raporlarının bildirimini ilgili mevzuatta belirlenen sürelerle 30 gün eklenmek suretiyle yapılabilmesine,

d) Sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem görmeyen sermaye piyasası mevzuatına tabi işletmelerin 01.01.2019-31.12.2019 dönemine ilişkin ve henüz ilgili mevzuat kapsamında bildirimi yapılmayan finansal raporlarının bildirimini, sermaye piyasası mevzuatında belirlenmiş olan nihai bildirim süresini takip eden ayın sonuna kadar yapılabilmesine,

e) Özel hesap dönemine sahip ve sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmelerin nihai bildirim süresi Mart veya Nisan ayı olan ve henüz kamuya duyurulmamış finansal raporlarının bildirimini ilgili mevzuatla belirlenen sürelerine 30 gün eklenmek suretiyle yapılabilmesine,...karar verilmiştir". Karar için bkz. <https://spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20200323/0>.

<sup>1594</sup> Zarar görenin kusurunun illiyet bağıını kesmesi için kast ya da ağır ihmal düzeyinde olması gerektiği hakkında bkz. Kılıçoğlu, s. 407, 411.

<sup>1595</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-C-b-cc-ccc-"Tazminatın Belirlenmesinde Türk Borçlar Kanunu'nun m. 50/2. ile m. 51/1. Fıkralarından Yararlanılması Önerisi".

SerPK m. 32/5.b bendinde özel olarak düzenlenen “*bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunun bilinmesine rağmen yapılması*” zarar görenin kusuruna dayalı tipik bir örnektir<sup>1596</sup>. Bunun dışındaki kusur halleri de olabilir. Örneğin, belgeye şirketin internet sitesinden ulaşılamadığı bir durumda zararın doğmuş olduğu hâllerde yatırımcıların KAP’ta kullanıma açık bir belgeye ulaşma gayreti göstermemesinin, zarara uğrayanın ağır kusuru olarak değerlendirilmeye elverişli bir durum olarak kabul edilmesi düşünülebilir.

Öte yandan, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan açıklamaların sorumluluk doğurucu hâller söz konusu olmaksızın yatırımcı tarafından farklı algılanması bu kapsama girmez. Zira bu durumda sorumlu kişilerin zarar doğurmaya elverişli olduğu kabul edilebilecek bir fiili söz konusu değildir. Ancak, yanlış, yanıltıcı, eksik ya da yukarıda belirtilen diğer hâllerin söz konusu olduğu bir durumda yatırımcının bu açıklamanın sayılan aykırılıklarını tamamen yanlış algılamasına bağlı olarak bu aykırılık sınırlarını belirgin ölçüde aşacak şekilde aldığı kararlarıyla uğradığı zararın bu kapsamda değerlendirilmesi mümkün olabilir. Yalnız, bu durumun sorumlu kişiler tarafından ispatının oldukça güç olduğunu belirtmek gerekir.

#### **cc- Üçüncü Kişinin Kusuru**

İllyet bağıni kestiği kabul edilen son hâl üçüncü bir kişinin kusurunun bulunmasıdır. Üçüncü kişinin kusuruyla illyet bağıni kesecek yoğunlukta bir davranışi gereklidir. Üçüncü kişinin kusurunun yukarıda açıklanan zarar gören kişinin kusuru konusundaki aranan kusurdan daha fazla olması aranmaktadır<sup>1597</sup>.

Kamuyu aydınlatma belgesinde belirsizlik taşıyan bir hâl olmakla birlikte, bunun üçüncü bir kişi tarafından örneğin basın organları aracılığıyla farklı aksettirilmesi bu durumun bir örneğini teşkil edebilir.

Keza şirkete ait bilgilerin kamuyu aydınlatma muhataplarına ulaştırılması sürecinde araya giren kişi ya da kişilerin ağır kusurundan kaynaklanan yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilgilendirme de üçüncü kişinin kusuru olarak görülerek sorumluluğun ortadan kalktığını kabule elverişlidir. Yalnız, şirketin yetkili organını oluşturan kişileri üçüncü kişi olarak niteleyerek sorumluluktan kurtulabilmesi kuşkusuz olanaklı değildir. Zira şirket organı konumundaki kişiler bizatihi şirketin kendisini ifade etmektedir.

<sup>1596</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-C-a-bb-“Bilginin Yanlış, Yanıltıcı veya Eksik Olduğunun Bilinmesine Rağmen Yapılması”.

<sup>1597</sup> Eren, Genel Hükümler, s. 588.

## II- DAVA AÇABİLECEK KİŞİLER

### 1- Genel Olarak

Kamuyu aydınlatma belgelerinin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması dolayısıyla bir zarar doğurduğu kabul edilen hâllerde zarara uğrayanların bu zararların giderilmesi için başvurabilecekleri temel yol, bu konudaki hukuki korunma taleplerini dava yoluyla ileri sürmektir. Bir davanın açılabilmesi ve esastan görülebilmesi için dava şartlarının varlığı zorunlu olmakla birlikte (HMK m. 114); açılan bir davanın esastan ve davacı lehine sonuçlanabilmesi için kişinin aynı zamanda “davacı sıfatı”na sahip olması gerekir.

Davacı sıfatı, (aktif sıfat/husumet), kural olarak maddi hukuk anlamında bir hakka sahip olanlara aittir. Bunun karşılığında bir hakka katlanmak ya da bunu bir yükümlülük olarak yerine getirmek zorunda olanlar da davalı sıfatına (pasif sıfat/husumet) sahiptir. Davanın taraflarının davacı ya da davalı sıfatına sahip olup olmadıkları, davanın kimin lehine sonuçlanacağı ile de doğrudan bağlantılıdır. Bir davacının maddi hukuk anlamında bir hakkının varlığı, bir başka deyişle onun davacı sıfatına sahip olduğu tespit edilmedikçe onun lehine bir karar verilmesi mümkün olmadığı gibi; bir davalının maddi hukuk anlamında bir yükümlülük altında olduğu tespit edilmedikçe onun aleyhine karar verilemez. Bu bağlamda, “sıfat”, davanın bir taraf lehine sonuçlanmasını sağlayan etmenlerden biri olup; dava temeline ilişkin bir sorundur ve varlığı ya da yokluğu ancak davanın esası hakkındaki hükümle tespit edilebilir<sup>1598</sup>.

Kamuyu aydınlatma belgeleri ile sunulan bilgilerin “kullanıcıları” ile “yatırımcılar” ve “zarara uğrayan kişiler” farklı kavramları ifade eder. Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgileri okuyup analiz eden birçok kişi vardır<sup>1599</sup>; ancak, her bilgi kullanıcısı sermaye piyasası aracına sahip değildir. Keza, her sermaye piyasası yatırımcısı da şirketin kamuyu aydınlatma belgesinden zarara uğrayan kişi değildir. İnceleme konumuzu oluşturan kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk bu kişiler arasında yalnızca yatırımcıların zararlarının tazminini konu almaktadır. Kamuyu aydınlatmanın diğer muhataplarının kendileri ile ilgili kararları alırken kamuyu aydınlatma belgelerinden yararlanmaları ve bu belgelerde yer alan bilgilerden ötürü zarara uğramaları inceleme alanımızın dışındadır. Devletin şirketin vergi yükümlülüklerini belirlerken, alacaklıların sözleşme ilişkisi kurarak yahut şirket

<sup>1598</sup> Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **Hanağası, E.:** Davada Sıfat Kavramına İlişkin Yeni Bir Yaklaşım Denemesi, MİHDER 2015, S. 32, s. 53-90.

<sup>1599</sup> Bkz. Birinci Bölüm-VIII-“Kamuyu Aydınlatmanın Muhatapları”.

çalışanlarının hizmet sözleşmelerini yaparken kamuyu aydınlatma belgelerinden şirket hakkında bilgi edinmesi bu türden durumlara örnek olarak gösterilebilir.

Hemen belirtelim ki, davacı sıfatı açısından yatırımcı tipleri arasında herhangi bir ayırım bulunmamaktadır. Bu anlamda, yatırımcının bireysel ya da kurumsal yatırımcı olması bir farklılık yaratmaz. Ancak, daha önce de belirtildiği gibi kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararlar salt malvarlığı zararı olduğu için yalnız parayla ilgili zarara yol açan bu tür ilişkilerde taraflar arası ilişkinin yoğunluğu ne kadar yüksekse oluşan ekonomik zararın miktarı da o kadar yüksek olmaktadır<sup>1600</sup>. Bu bağlamda, yatırımcının sahip olduğu sermaye piyasası aracının fazla miktarda olması zarar miktarını artırıcı rol oynayacaktır. Anılan durum da yatırımcının sorumluluk davasına başvurma ihtimalini ve yargılama süreci içerisindeki hak arama istekliliğini artırır.

Kamuyu aydınlatma belgelerindeki hukuka aykırılıklar değişik yatırımcı tiplerini potansiyel davacılar olarak karşımıza çıkarmaktadır. Sermaye piyasasında kamuya sunulan bilgi, fiyatın artışına ya da azalışına yol açar. Sorumluluk davası her iki sonuç dolayısıyla söz konusu olabilir<sup>1601</sup>. Yukarıda belirtilen kişilerden hangilerinin kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerine göre davacı olabilecekleri, bu düzenlemelerde öngörülen zarar kavramı<sup>1602</sup> ve illiyet bağının<sup>1603</sup> yanı sıra kimlerin davacı sıfatına sahip olduğu ile ilgilidir.

Zarar gören sıfatına etki etmemekle birlikte, şirket paylarını kısa süreyle elde tutma niyetinde olan yatırımcıların uzun süreli olarak pay sahibi olma iradesine sahip olanlara göre dava açmaktaki menfaatlerinin daha fazla olduğunun belirtilmesinde yarar vardır<sup>1604</sup>. Bu durum, davacı sıfatına etki edecek bir veri niteliğinde değildir. Şirket aleyhine tazminata hükmedilmesi, şirketin finansal durumunu ve ticari işlerini olumsuz etkileyeceği için şirket paylarının değerine yansıyacak ve teknik anlamda olmasa bile dolaylı olarak şirket pay sahiplerinin malvarlığından çıkmış olacaktır. Ayrıca, dava sürecinin beraberinde getireceği yargısal masraflar ve şirket itibarına etki edecek nitelikte bir durum olması hâlinde söz konusu olacak ticari itibar kaybı gibi hususlar taraflar

---

<sup>1600</sup> Kalss, s. 78.

<sup>1601</sup> Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davalarına sıklıkla başvuru ABD’de olumsuz haberlere dayanan davaların bir başka deyişle olumsuz gerçekliğin daha sonradan ortaya çıktığı an sermaye piyasası aracını elinde bulunduran kişilerin davalarının daha fazla olduğu ifade edilmektedir (Booth, s. 5, 6).

<sup>1602</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-“Zarar”.

<sup>1603</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-5-“İllyet Bağı”.

<sup>1604</sup> Davies, P.: Review of Issuer Liability (Final Report, June 2007), s. 15, 16 ([http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20080910152810/http://www.hmtreasury.gov.uk/media/4/7/davies\\_review\\_finalreport\\_040607.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20080910152810/http://www.hmtreasury.gov.uk/media/4/7/davies_review_finalreport_040607.pdf)).

açısından zararın artmasına yol açacaktır. Ancak, bu durum, uzun dönemli olarak şirket paylarını elinde tutacak kişilerin dava açmamaları gerektiği gibi anlaşılmamalıdır. Somut olayın koşullarına göre, sorumluluk doğurucu nitelikteki kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zarar miktarı, dava sonucunda uğrayacakları dolaylı zarardan fazla olabilir.

Ekleme gerekir ki, sorumluluk hukukunun en temel ilkelerinden biri sermaye piyasası aracını konu alan hukuki ilişkinin tarafı olmayan ilgisiz üçüncü kişilerin sorumlu kişilerden tazminat isteme haklarının olmamasıdır. Kamuyu aydınlatma belgeleri dolayısıyla söz konusu olacak istemin zararın tazminine yönelik olması sebebiyle, bu tür kişiler kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin sorumluluk davası açamaz<sup>1605</sup>.

Davacı sıfatı açısından öne çıkan husus bilgiye dayalı olarak bir yatırım kararı alınmış olması gerekliliğidir. Bu durum, bilgiye dayalı bir hukuki işlem yapılması gerekliliğini doğurmaktadır. Konuyla ilgili öncü uygulama ABD Federal Temyiz Mahkemesi'nin 1962 tarihli *Birnbaum v. Newport Steel Corp.* kararıdır<sup>1606</sup>. Anılan karar sonrasında, bilgiye dayalı işlem yapmayanların bu davayı açamayacakları *Birnbaum* Kuralı (*Birnbaum Rule*) olarak öğretilde yer bulmuştur<sup>1607</sup>. Bu bağlamda, davacı sıfatı açısından öne çıkan husus bilgiye dayalı olarak yatırım kararı alma gerekliliğidir. Bu durum, bilgiye dayalı bir alım ya da satım işlemi yapılması gerekliliğini doğurmaktadır.

Aşağıda da değinilecek olmakla birlikte bu görüş, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan hukuka aykırılıkların sermaye piyasası araçlarının hiç alınmamasına yol açması hâlinde bu kişilerin dava açamayacakları açısından yol gösterici niteliktedir. Keza kamuya sunulan hukuka aykırı bilgilerden önce sermaye piyasası aracına sahip olmakla birlikte dava konusu yapılabilecek bilgiler sonrasında satış işlemi yapmayan kişilerin de yine işlem gerekliliğini yerine getirmemesi dolayısıyla dava açabilmesi mümkün değildir.

---

<sup>1605</sup> Örneğin, haksız rekabet hukukunda da ticaret ve sanayi odaları, esnaf odaları, borsalar ve tüzüklerine göre üyelerinin ekonomik menfaatlerini korumaya yetkili bulunan diğer meslekî ve ekonomik birlikler ile tüzüklerine göre tüketicilerin ekonomik menfaatlerini koruyan sivil toplum kuruluşlarıyla kamusal nitelikteki kurumlara belirli davaları açma hakkı tanınmış olsa da; bu tür kurum ve kuruluşların tazminat davası açamayacakları öngörülmüştür.

<sup>1606</sup> 193 F.2d 461 (2nd Cir. 1962).

<sup>1607</sup> Türk öğretisinde *Tekinalp* bir anonim şirketin payın ya da tahvilini alıp almamaya yönelik karar verirken şirket hakkında araştırma yapmak isteyen kişinin bilgilere “erişim hakkı”nın kullanılamaması durumu açısından bu kişilerin şirkette hukuki menfaatlerinin henüz oluşmadığından dava haklarından bahsedilebilmesinin güç olduğunu ifade etmiştir (**Tekinalp**, Erişim Hakkı, s. 12).

## 2- İzahname Dışındaki Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumlulukta

Hukumumuzda kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluk davasında dava açabilecek kişilere ilişkin açık bir belirleme yapılmamıştır. Yalnız, SerPK m. 32’de bu konuda çıkarımda bulunabileceğimiz bazı ifadeler mevcuttur<sup>1608</sup>. Kanunun 32. maddesinin daha önce açıklanan dördüncü fıkrasında öngörülen illiyet bağı karinesinde kanun koyucu hem satın alma hem de satım işlemiyle bir zararın doğabileceğini düzenlemiş bulunmaktadır<sup>1609</sup>. SerPK’nın 32. maddesinin 5. fıkrasının (a) ve (b) bentlerinde yine alım ve satımdan, (c) bendinde yatırım kararının verilmesinden veya bu belgeye dayanarak işlem yapılmasından bahsedilmiştir.

Kanunun 32. maddesinde yer alan bu düzenlemeler pozitif hukukumuzda sorumluluk doğurucu bir kamuyu aydınlatma belgesinden zarara uğranıldığı iddiasıyla dava açılmasının sadece alımla ya da sadece satımla sınırlı olmadığı sonucuna varılmasını sağlar. Alım ya da satım işlemlerinin davacı sıfatını kazandırıcı etki doğurabilmesi için bu işlemlerin hangi zaman dilimlerinde gerçekleştirilmiş olması gerektiği konusuna ise genel olarak değinilmemiştir<sup>1610</sup>. Bu noktada, özel sorumluluk hükümleri kapsamında zararın tazminini isteyebilmek için gerekli alımın ya da satımın hangi tarihte olması gerektiği kadar önemli bir diğer husus ise dava açabilmek için ilgili sermaye piyasası aracının elde tutulmasının ya da satılmasının zorunlu olup olmadığı konusudur.

Konuyla ilgili hukuki düzenlemeler belirli ölçüde belirsizlik taşıdığından, yukarıda açıklandığı üzere, zarar gördüğü kabul edilen kişilerin yine daha önce açıklanan illiyet bağıyla kamuyu aydınlatma belgeleriyle bağlantısı kurulabilen zararlarının giderilebilmesi için pozitif hukuk düzenlemeleriyle taraf sıfatına sahip olma hakkının

---

<sup>1608</sup> Hemen belirtelim ki, SerPK m. 20/2. fıkrasında ara dönem finansal tablolarının gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olması nedeniyle öngörülen hukuki sorumlulukta da sorumlu kişilere karşı şirketin, pay sahiplerinin, şirket alacaklılarının ve ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere kâr payı avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği hesap dönemi içinde pay iktisap etmiş bulunan kişilerin davacı sıfatına sahip olduğu düzenlenmiştir. Yalnız, SerPK m. 20/2. fıkrası, ara dönem finansal raporlarının yanlış, yanıltıcı ya da eksik olmasından doğan zararlara yönelik genel bir sorumluluk hükmü olmayıp bu düzenlemenin uygulama alanı dağıtılan kâr payı avansının doğru olmamasıyla sınırlıdır (Bkz. Üçüncü Bölüm-II-1-D-“İzahname Dışındaki Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk”).

<sup>1609</sup> “... ilk halka arzdan veya borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine yatırımcıların malvarlıklarında zarar meydana gelmesi hâlinde ...”.

<sup>1610</sup> Zaman aralığına ilişkin yukarıda belirtilen dolaylı düzenleme ise SerPK m. 32/4. fıkrasıdır. Bu hüküm ile davacı sıfatına sahip olan kişiler sınırlandırılmamış; sadece illiyet bağı karinesinin uygulama alanı bulacağı zaman dilimi kararlaştırılmıştır (Bkz Dördüncü Bölüm-I-5-B-b-“İlliyet Bağı Karinesi”).



tanınmış olup olmadığının tespiti hukuki yorum faaliyetini gerekli kılmaktadır. Belirsizlik taşıyan ve özel yasal düzenlemelerden bir sonuca ulaşılması mümkün olmayan noktalarda genel hükümler uygulanacaktır.

Bununla birlikte, konuyla ilgili özel hükümlerin dayandığı yabancı hukuk sistemlerindeki tercihler de göz önünde bulundurulmalıdır. Alman hukukunda da hukuka aykırı kamuyu aydınlatma dolayısıyla finansal aracı gerçek değerinden yüksek fiyata satın alanlar ve gerçek değerinden düşük fiyata satanlar olmak üzere ikili bir ayrımın konuyu incelemenin doğru olacağı ifade edilmektedir<sup>1611</sup>. Finansal aracı gerçek değerinden yüksek fiyata satın alanların, kamuya zamanında sunulmayan bir bilginin açığa çıkması ya da yanlış bir bilgiye ilişkin gerçek durumun ortaya çıkması sonrasında hâlâ yatırımcının elinde finansal araç olabilir. Yatırımcı, her iki durumda da finansal aracı olması gerekenden fazla bir miktar ödeyerek almış olacak ve yukarıda da belirtildiği gibi<sup>1612</sup> gerçek durumun ortaya çıkmasıyla da zarara uğrayacaktır<sup>1613</sup>. İkinci grupta ise finansal aracı daha önceden satın almış olmakla birlikte açıklanması gereken fakat zamanında açıklanmayan bir bilginin mevcut olması halinde gerçek durumun ortaya çıkmasından önce satış yapan yatırımcılar bulunmaktadır<sup>1614</sup>. Petrol arayan bir şirketin aradığını bulmasına rağmen açıklamadığı dönemde gerçekliğin kastî olarak saklandığı ya da bilginin paylaşılmasının ağır kusurla ihmal edilmesi, bu duruma örnek olarak gösterilebilir<sup>1615</sup>. Keza, yanlış ya da yanıltıcı bir açıklama yapıldığı dönemde bu açıklamanın yanlışlığı yahut yanıltıcılığı dolayısıyla elinde bulunan finansal aracı ucuza satan kişiler de bu gruptadır<sup>1616</sup>.

ABD’de ise 1933 tarihli Kanun sec. 12 çerçevesindeki izahnameden doğan sorumlulukta sadece alıcının dava açabileceği kabul edilmişken, ikinci el piyasada ise 1934 tarihli Kanun gereği yürürlüğe konulan Kural 10b-5 çerçevesindeki kamuyu aydınlatmadan doğan sorumlulukta hukuka aykırı nitelikteki bilgiye dayalı olarak menkul kıymet satın alan ya da menkul kıymetini satan yatırımcılar açabilecektir<sup>1617</sup>. ABD Federal Yüksek Mahkemesi tarafından verilen ve yukarıda değinilen meşhur *Basic v. Levinson* davasında birleşme görüşmelerinin şirket tarafından yalanlandığı dönemde şirketin menkul kıymetlerini satan kişilerin yapay bir şekilde düşük fiyattan satış

<sup>1611</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 418.

<sup>1612</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-C-b-cc-“Değerlendirme”.

<sup>1613</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 418.

<sup>1614</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 418.

<sup>1615</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 418.

<sup>1616</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 418.

<sup>1617</sup> **Hellgardt**, s. 93.

yaptıkları iddiasıyla kural 10b-5'e dayalı olarak tazminat talepleri söz konusu olmuştur<sup>1618</sup>. Bu kişiler, daha sonradan satın alım teklifinin *Basic Inc.* yönetim kurulunca onaylandığının açıklanmasından sonra dava açmışlardır. Bu kişilerin davacı sıfatına sahip oldukları kabul edilmiştir.

Almanya'da özel durum açıklamalarından sorumluluğun düzenlendiği WpHG § 97 ve § 98 hükümlerinde konuya bakıldığında, WpHG § 97. paragrafı çerçevesinde kamuya açıklanması gerekip de açıklanmayan bilgilerden doğan sorumlulukta davacı sıfatı iki tür yatırımcı grubuna verilmiştir. İlk olarak şirketin kast ya da ağır ihmalle açıklamadığı bilgilerin oluşmasından sonra sermaye piyasası aracını satın alıp bu durumun piyasaya yansıdığı hâlâ araçları elinde bulunanlar ile açıklanmayan bilginin oluşması öncesinde aracı satın almış ve bilginin kast ya da ağır ihmalle açıklanmamasından sonra satmış olan kişiler davacı sıfatına sahiptir. Aynı yaklaşım, yanlış ya da yanıltıcı özel durum açıklamalarına ilişkin WpPG § 98 hükmünde de kabul edilmiştir.

#### **A- Sermaye Piyasası Aracını Kamuyu Aydınlatma Belgesine Dayalı Olarak Satın Alan Kişiler**

İhraççı tarafından yapılan yanlış ya da yanıltıcı nitelikteki iyimser açıklamalar genellikle yanlış ya da yanıltıcı nitelikteki kötümser açıklamalardan daha yaygın olacağı için çoğu zaman satış yapmış olan kişilerin değil elinde sermaye piyasası aracı mevcut bulunanların zarar gören konumunda oldukları ifade edilmektedir<sup>1619</sup>.

Hukuka aykırılık taşıyan kamuyu aydınlatma belgelerinde yer verilen bilgilere ilişkin gerçek durumun ortaya çıkması hâlinde sermaye piyasası araçlarında söz konusu olacak fiyat farkı iki durumda da zarar doğurucu nitelikli olabilir. Olumlu ve fakat yanlış ya da yanıltıcı bir açıklamada bu açıklamadan etkilenecek sermaye piyasası aracı satın alan kişiler gerçek durum ortaya çıktığında söz konusu olacak düşüşten etkilenecektir.

Ayrıca belirtelim ki, Alman hukukunda alım işlemi yapanların davacı sıfatına sahip olmaları için ivazlı bir işlemle kıymetli evrakı satın almış olmaları gerektiği vurgulanmaktadır<sup>1620</sup>. Zararın doğması için kuşkusuz ilgili araç için belirli bir karşılığın ödenmiş olması gerekmektedir. İvazsız kazanımda ilgili belgeye dayalı olarak alınan bir yatırım kararı olmaması sebebiyle bilgi ile zarar arasında illiyet bağının kurulamaması

---

<sup>1618</sup> **Wichmann**, s. 63.

<sup>1619</sup> **Davies**, Liability for Misstatements to the Market, s. 450; **Davies**, Final Report, s. 24.

<sup>1620</sup> **Assmann**, WpPG, s. 646; **Grunewald/Schlitt**, s. 243.

gerekçesiyle bu kişilere davacı sıfatının tanınmaması gerekir. Dolayısıyla bu görüşün Türk hukuku için de geçerli olduğundan şüphe duyulmamalıdır.

Sermaye piyasası aracını hukuka aykırı kamuyu aydınlatma belgesinin etkisiyle satın alan yatırımcının dava açabilmek için bu tarihte sermaye piyasası aracının maliki olmasının ya da satış işleminin yapılmasının zorunlu olup olmadığı belirlenmelidir. Daha önce de belirttiğimiz gibi<sup>1621</sup>, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa yönelik özel hükümlerden yararlanılması için alım işleminin ters işlemini ifade eden satış işleminin yapılması zorunlu değildir. Kanun koyucunun bu konuda özel bir şartı açıkça öngörmemiş olması da bu sonucu doğrular nitelikte görülmektedir. Bununla birlikte, kamuyu aydınlatma belgesine dayalı olarak yapılan bir alım sonrasında gerekli diğer koşulların mevcut olması hâlinde yatırımcı sermaye piyasası aracının satışını gerçekleştirerek de zararın tazmini talep edilebilir.

#### **B- Sermaye Piyasası Aracını Kamuyu Aydınlatma Belgesine Dayalı Olarak Satma Kararı Alan Kişiler**

Kamuyu aydınlatma belgesi dolayısıyla uğranılan zarar, sadece bir kişinin alım yapması sonrası sermaye piyasası araç fiyatlarında gerçekleşen düşüşle ortaya çıkmaz. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yayımlanmış yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilginin etkisiyle satış yapan yatırımcıların da iradesi sakatlanmıştır. Kötümser bir açıklamanın gerçeği yansıtmadığı hâllerde, bu açıklama çerçevesinde satış yapan kişi daha sonra bu açıklamaların gerçek dışı olduğu ortaya çıktığında beklenen düşüş gerçekleşmeyeceği hatta olumsuz bir beklentinin boşa çıkması dolayısıyla yükselişin muhtemel olması dolayısıyla zarar görebilir.

Bununla birlikte, kamuya sunulması ihmal edilen olumlu nitelikteki bilgiler de bu bilgilerin ilgili hukuki düzenlemeler çerçevesinde paylaşılması gerekip de paylaşılmadığı dönemde sermaye piyasası araçlarının fiyatı olması gerekenden daha düşük miktarda işlem görmesine neden olabilir. Bu dönemde elinde bulundurduğu sermaye piyasası aracını satan kişiler de olması gerekenden daha düşük fiyata satış yapmış olacaklarından bu kişilerin tazminini talep haklarının bulunduğu bir zarara uğradıkları kabul edilmelidir.

---

<sup>1621</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-C-b-cc-bbb-“Ters İşlemin Yapılmasının Gerekli Olup Olmadığı”.

### **C- Kamuyu Aydınlatma Belgesi Yayınlanmadan Sermaye Piyasası Aracına Sahip Olup Satış Yapmayan Kişilerin Davacı Sıfatına Sahip Olup Olmadığı**

Hukuka aykırılık taşıyan kamuyu aydınlatma belgesinden bağımsız şekilde belgenin yayımlanması öncesinde araca sahip olup belgenin kamuyla paylaşılması sonrasında satış yapmayan kişiler sermaye piyasası aracında yaşanacak değer düşüşü nedeniyle genel olarak zarara uğrarlar. Ancak, daha önce zarar ve illiyet bağına ilişkin bölümlerde belirtildiği gibi bu zarar kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin özel hükümler çerçevesinde tazmin edilebilecek bir zarar değildir. Zira, SerPK m. 32/5.a bendi gereği bu zarar sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının, kamuyu aydınlatma belgesine dayanmaması hâlinde illiyet bağının kesilmesinden dolayı hukuki sorumluluk söz konusu olmaz. Ancak, bu tür bir zararın tazmininin genel hükümler çerçevesinde talep edilebilmesi mümkündür<sup>1622</sup>.

İlk bakışta bu grubun niteliği gereği sadece ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgeleri dolayısıyla zarara uğrayabilecekleri düşünülebilir. Ancak sermaye piyasası aracına sahip olduğu şirketin yeniden bir araç ihracının söz konusu olduğu hâllerde bu sebeple düzenlenecek olan birinci el piyasada kamuyu aydınlatma belgelerinin sorumluluk doğurucu hukuka aykırılıkları içermesi dolayısıyla da zarara uğramaları mümkündür.

Yukarıda değinilen 1962 tarihli *Birnbaum v. Newport Steel Corp. kararı*<sup>1623</sup> çerçevesinde geliştirilen *Birnbaum* Kuralı da, bilgiye dayalı işlem yapmayanların davacı sıfatına sahip olamayacağını ortaya koymuştur.

Sermaye piyasası aracını almayı düşünüp de olumlu bir haberin paylaşılmaması ya da hatalı şekilde negatif yönde bir açıklama yapılması dolayısıyla kamuyu aydınlatma belgesini almaktan vazgeçenlerin davacı sıfatına sahip olmayışı da aynı esasa dayanmaktadır<sup>1624</sup>.

Önemle vurgulamak gerekir ki, bu başlık altında kastedilenler kamuyu aydınlatma belgesine dayalı olarak yatırım kararı alıp daha sonra aracı elde bulunduranlar değildir. Zira bu türden kişiler işlem gerekliliğini yerine getirmekte ve bu sayede yaptıkları alım işlemi ile uğradıkları zarar arasında illiyet bağı kurulabilmektedir.

Alman hukukunda da hâkim görüş sermaye piyasası aracına sahip olup satmayı düşünen fakat hukuka aykırı kamuyu aydınlatma belgesi dolayısıyla satış yapmayan

<sup>1622</sup> Aynı yönde **Manavgat**, HAAO, s. 257, 258.

<sup>1623</sup> 193 F.2d 461 (2nd Cir. 1962).

<sup>1624</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 419.

kişilerin dava açma haklarının bulunmadığı yönündedir<sup>1625</sup>. Bunun sebebi de belgeye dayalı olarak işlem gerekliliğini (*Transaktionserfordernis*) yerine getirmemiş olmalarıdır<sup>1626</sup>.

### **3- İzahnameden Doğan Sorumlulukta**

#### **A- Birinci El Piyasa İşlemleri Dolayısıyla**

İzahnameden doğan sorumluluğa ilişkin özel hüküm olan SerPK m. 10'da sorumluluk davası açabilecek kişiler konusunda özel bir belirleme olmadığından 32. maddede yer alan genel hükmü de göz önüne alarak bir sonuca varmak gerekmektedir. Genel hüküm olarak izahname açısından da geçerliliğe sahip olan SerPK m. 32'de bu konuda çıkarımda bulunabileceğimiz bazı ifadeler mevcuttur. Yine de, izahnamenin niteliğinin beraberinde getirdiği birtakım özel belirlemelerin yapılması kaçınılmazdır.

Öncelikle birinci el piyasa açısından izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin hükümlerin uygulanabilmesi için izahnameye dayalı olarak sermaye piyasası aracının iktisap edilmiş olması şarttır<sup>1627</sup>.

Birinci el piyasadan alınan sermaye piyasası aracında yatırımcının alım kararı daha önce de belirtildiği üzere izahnameye dayalıdır. Böylece belgeye dayalı olarak yatırım kararı alınmış olması ve bu çerçevede ilgili alış ya da satış işleminin yapılmış olması gerekliliği karşılanmış olur (işlem gereksinimi).

Gerçek durumun ortaya çıkması ile sermaye piyasası aracı fiyatında düşüşün gerçekleşmesi durumunda sermaye piyasası aracını elinde tutan yatırımcının zararı doğacaktır. Zararın doğumu için ters işlemin yapılması şart olmadığından<sup>1628</sup> yatırımcının davacı sıfatına sahip olabilmesi için aracı satması gerekli değildir.

#### **B- İkinci El Piyasa İşlemleri Dolayısıyla**

İzahnameden doğan sorumlulukta dava açabilmek için yatırımcının mutlaka halka arza katılmış olması gerekmez. İzahnamenin geçerlilik süresi boyunca ikinci el piyasada izahnameye dayalı olarak alınan kararların sonucunda sermaye piyasası aracını satın alanlar da dava açma yetkisine sahiptir<sup>1629</sup>. Dolayısıyla bu açıdan ihraççıdan ya da üçüncü

---

<sup>1625</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 413, 419.

<sup>1626</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 413, 419.

<sup>1627</sup> **Assmann**, WpPG, s. 600.

<sup>1628</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-C-b-cc-bbb-“Ters İşlemin Yapılmasının Gerekli Olup Olmadığı”.

<sup>1629</sup> Aynı yönde **Çatakoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 126; **Kara**, s. 162.

bir kişiden almış olmak arasında fark yoktur. ABD ve Alman hukuklarında da aynı esas geçerlidir<sup>1630</sup>.

İzahname, düzenlenme amacı ve gerekliliği bağlamında birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgesi olsa da, bu özelliği söz konusu belgenin yalnızca birinci el piyasa işlemlerinde dikkate alındığı anlamına gelmez. 6362 sayılı SerPK ile izahnameye ilgili AB düzenlemeleri de göz önüne alınarak belirli bir geçerlilik süresi tanınmış olduğundan<sup>1631</sup>, izahnameden doğan hukuki sorumluluk birinci el piyasa işlemiyle sınırlı değildir; ikinci el piyasayı da kapsar<sup>1632</sup>. Dolayısıyla bu sorumlulukta sadece halka arza katılanlar değil sermaye piyasası aracını izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde ikinci el piyasadan satın alanlar da dava açma hakkına sahiptir.

Nitekim, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta illiyet bağı karinesine yönelik SerPK m. 32/4. fıkrasında izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde yapılan işlemler ile izahname arasında illiyet bağının kurulmuş sayılacağı öngörülerek oniki aylık geçerlilik süresi içerisinde alım yapan kişilere dava açma hakkı tanınmış olmaktadır<sup>1633</sup>.

SerPK m. 32/4 illiyet bağı karinesinin uygulanması için ters işlem yapılmasını zorunlu görmesi, izahnameye dayalı olarak sermaye piyasası aracını satın alıp aracı elde tutanların davacı sıfatına sahip olmadıkları anlamına gelmez. Bu kişiler yalnızca SerPK m. 32/4’de yer alan illiyet bağı karinesinden yararlanamayacaktır. Ancak *olması gereken hukuk* açısından kanun koyucunun bu tercihinin isabetli olduğunu belirtmek güçtür.

İzahnameden doğan sorumluluk, Almanya’da da sadece birinci el piyasada sermaye piyasası aracı satın alanlara karşı değil aynı zamanda izahnamenin yayımından itibaren altı ay içerisinde gerçekteşen ikinci el piyasa işlemlerinde de uygulama alanına sahiptir<sup>1634</sup>. Bu sebeple bu altı aylık süre içerisinde izahnamenin eksik ve yanlış hale gelmesine sebebiyet verecek gelişmeler olması hâlinde bunlarla ilgili ekleme ve

---

Sermaye piyasası yatırımcısı için daha sınırlı bir koruma öngören TTK m. 549’un gerekçesi dahi bu yaklaşımı doğrular niteliktedir. “*Hukukî sorumluluk davasında aktif dava ehliyeti, ‘zarar görenler’e ait olup bunlar somut olayın özelliklerine göre paysahipleri, bu sıfatı bu işlemler dolayısıyla yitirenler, menkul değerleri alanlar, bu menkul değerlerin sonraki müktesipleri olabilir*”.

<sup>1630</sup> Green, s. 35; Assmann, WpPG, s. 647.

<sup>1631</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-9-“İzahnamenin Geçerlilik Süresi”.

<sup>1632</sup> Hopt, Die Haftung für Kapitalmarktinformatonen, s. 104.

<sup>1633</sup> “Yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren izahnamenin geçerlilik süresi boyunca; ... ilk halka arzdan veya borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine yatırımcıların malvarlıklarında zarar meydana gelmesi hâlinde bu maddeye göre ileri sürülecek tazminat talepleri açısından kamuyu aydınlatma belgesi ile zarar arasında illiyet bağı kurulmuş sayılır.”.

<sup>1634</sup> Veil, s. 304.

değişikliklerin yapılması yükümlülüğü (*Nachtragspflicht*) söz konusudur. Bu yükümlülük altı aylık sürenin bitişiyile son bulur<sup>1635</sup>.

SerPK m. 8’de izahname ile kamuya açıklanan bilgilerde, satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişiklik veya yeni hususların ortaya çıkması hâlinde bu değişikliklerin Kurul tarafından onayı ve onay sonrasında da ihraççı tarafından yayımlanması öngörülmüş olmakla birlikte, bu yükümlülük izahnamenin geçerlilik süresini kapsamamaktadır. Kanun koyucu, yalnızca izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde yeniden yapılacak bir halka arz olması hâlinde bu yükümlülüğe yer vermiştir (SerPK m. 9)<sup>1636</sup>. Kanaatimizce, mademki izahnameye oniki aylık bir geçerlilik süresi tanınıyor ve satış sonrası dönemde bu belgenin geçerlilik tanındığı dönem için yatırımcılara karşı sorumluluk doğuran bir belge olarak kabul ediliyor o hâlde bu sürede meydana gelecek değişikliklerin kamuyla paylaşılması zorunluluğu kanuni düzenlemeye bağlanmalıdır.

#### **4- Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk Bağlamında Ortaya Çıkan Kolektif Menfaat İhlâllerinin Giderim Yöntemleri**

##### **A- Konunun Önemi**

Sermaye piyasasının niteliği gereği, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararlarda genellikle aynı veya benzer pozisyonda çok fazla sayıda yatırımcı, birlikte aynı türden zarara uğramaktadır. Bu durum, aynı eylem veya işlem dolayısıyla çok sayıda kişinin zarara uğramasına neden olmakta ve kolektif menfaat ihlâline yol açmaktadır<sup>1637</sup>. Bu bağlamda, hukuka aykırılık taşıyan kamuyu aydınlatma belgeleri çok sayıda kişinin dava açmasını muhtemel kıldığından bu tür davalar için farklı bir düzenleme ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

İhraççının fiil veya işlemleri yatırımcılar üzerinde düşük miktarlı zararlara yol açsa bile çok sayıda yatırımcı söz konusu olduğundan çarpan etkisiyle (*multiplier effect*) karşı karşıya kalınmaktadır<sup>1638</sup>. Bu durum, ihlâl edilen menfaatlerin bütününe çok

---

<sup>1635</sup> Assmann, WpPG, s. 620.

<sup>1636</sup> “İhraççı veya halka arz edenin, izahnamenin ilk yayımı tarihinden itibaren on iki ay boyunca gerçekleştireceği ihraçlar için, izahnamedeki ek ve değişikliklerin 6 ncı maddede belirtilen esaslar çerçevesinde onaylanması ve 7 nci maddeye uygun şekilde ilan edilmesi yeterlidir. Bu sürenin geçmesinden sonra yapılacak halka arzlarında izahnamenin tümünün onaylanması gereklidir.”.

<sup>1637</sup> “Kolektif hukuki yarar” kavramı ve “kolektif hukuki yararı sağlamaya yönelik yöntemler” hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Tuğsavul Taşpolat, M.:** Kolektif Hukuki Yarar Çerçevesinde Topluluk Davaları, İstanbul 2016, s. 17 vd.

<sup>1638</sup> Kalss, s. 77, 78.

yüksek miktarda olmasına yol açmaktadır. Yatırımcıların kamuyu aydınlatma belgelerindeki sorumluluk doğurucu hâllerin varlığında bireysel olarak harekete geçmelerinin güçlüğü, kamuyu aydınlatma ve kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk düzenlemelerinin fonksiyonlarını tam olarak yerine getirmesini de engelleyici etki doğurmaktadır<sup>1639</sup>.

Kuşkusuz, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararlardan dolayı açılacak her bir davada söz konusu olan somut olayın özelliklerinin önem taşıdığı hâller mevcuttur. Yatırımcının uğradığı zararın miktarı, illiyet bağının mevcut olup olmadığı gibi hususlar bunların başında gelmektedir. Diğer taraftan, belgenin hukuka aykırılık taşıyıp taşımadığı ve sorumlu kişilerin kusuru gibi ortak birtakım hususlar da söz konusudur. Bu tür ortak konularda yeknesak bir karara varılmasında ve aynı belgeden doğan zararlar için her bir mahkemenin söz konusu ortak hususları tekrar tekrar incelemek zorunda bırakılmaması adına bütün bu süreçlerin tek elden yürütülmesinde yarar vardır.

Yatırımcıların kolektif olarak harekete geçmesinin, yarattığı sorumluluk tehdidiyle şirketleri kamuyu aydınlatma konusunda daha özenli ve dikkatli olmaya sevk edeceğine şüphe yoktur. Yalnız, bu sistemin olumsuz sonuçlarından birisi fırsatçı şekilde açılan davaların (*opportunistic law suits*) doğurduğu maliyettir<sup>1640</sup>. Keza, şirketlerin göstermesi gereken dikkat ve özenin beraberinde getireceği kamuyu aydınlatma maliyetleri ve bu konudaki hukuki sorumluluğun muhtemel ağır hukuki sonuçlarıyla sosyal maliyeti de büyüktür<sup>1641</sup>. Yine de, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin düzenlemelerimizin oluşturulması sürecinde hukuki düzenlemelerinden yararlanan ülkelerde bu alanda özel usullerin benimsendiği görülmektedir.

## **B- İlgili Hukuki Düzenlemeler ve Öğretideki Görüşler**

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan kolektif menfaat ihlâllerine çözüm bulunması ihtiyacına ABD hukukunun bulduğu çözüm sınıf davasıdır (*class action*). ABD’de kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk davalarında sınıf davalarına izin verilmiştir<sup>1642</sup>. Hukuki dayanağını ise Federal Medeni Usul Kanunu

---

<sup>1639</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-V-“Sorumluluk Düzenlemelerinin Etkin Şekilde Uygulanmasının Önündeki Fiili ve Hukuki Engeller”.

<sup>1640</sup> **Kalss**, s. 81.

<sup>1641</sup> **Fox**, Mandatory Disclosure, s. 247.

<sup>1642</sup> **Kulms**, s. 1147.



(*Federal Rules of Civil Procedure*) Rule 23 oluşturmaktadır. ABD’de menkul kıymetlere ilişkin sınıf davaları *SEC v. Gulf Sulphur Co. Davası* ile uygulanmaya başlanmıştır<sup>1643</sup>. Bu ülkede, yatırımcıların bir araya gelmesini sağlayıcı sınıf davası imkânı olmaksızın sorumluluk düzenlemelerinin önleyici fonksiyonunu yerine getiremeyeceğini ve sorumlu kişilere karşı sahip olduğu ikaz ve uyarı rolünü (*in terrorem role*) oynayamayacağı önemle belirtilmektedir<sup>1644</sup>. Nitekim, sorumluluk davasında sınıf davası açmanın mümkün olmasıyla ihraççılar hukuki sorumluluk tehdidini ciddi ve muhtemel bir tehdit olarak algılamaya başlamıştır<sup>1645</sup>.

Alman hukukuna bakıldığında, ABD hukukunun kolektif şekilde hak arama özgürlüğünün geliştirilmesine yönelik eğiliminin de etkisiyle yukarıda da değinilen<sup>1646</sup> Sermaye Piyasası Uyuşmazlıklarında Model Dava Yargılaması Hakkında Kanun (KapMUG)<sup>1647</sup> ile model dava yargılaması (*Musterverfahren*) şeklinde özgün bir yöntem geliştirilmiştir<sup>1648</sup>. Bu Kanunun kabulünde izahnameden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin olan ve yaklaşık 17.000 davacısı olan *Deutsche Telekom* yargılaması etkili olmuştur<sup>1649</sup>. 01.11.2005 tarihinde yürürlüğe giren ve 01.11.2012’de yürürlük süresi uzatılan<sup>1650</sup> bu Kanun, esasen bir usul hukuku düzenlemesidir. Ancak, anılan Kanun kapsam itibarıyla doğrudan yanlış, yanıltıcı ya da eksik sermaye piyasası bilgileri dolayısıyla açılacak sorumluluk davalarında kolektif yararın korunmasına ilişkindir<sup>1651</sup>. Bu yönüyle kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk hükümlerinin işlerliği açısından taşıdığı önem dolayısıyla özel olarak üzerinde durulmaya değerdir.

---

<sup>1643</sup> **Fox**, Mandatory Disclosure, s. 246, dpn. 16.

<sup>1644</sup> **Green**, s. 41.

<sup>1645</sup> **Fox**, Mandatory Disclosure, s. 246, dpn. 16. ABD’de bu tür davaların genellikle başarıya ulaştığı görülmektedir (**Wichmann**, s. 3).

<sup>1646</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-II-2-C-“Almanya”.

<sup>1647</sup> “*Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten*”.

<sup>1648</sup> Keza Almanya, Fransa, İspanya, Hollanda, İsveç, Norveç gibi ülkeler ABD tipi topluluk davası düzenlemesini hukuk sistemlerinde yürürlüğe koymak için hukuk sistemlerindeki birtakım engelleri kaldırmışlardır (**Fox**, s. 250).

<sup>1649</sup> **Möllers, T.M.J./Pregler, B.**: Zivilrechtliche Rechtsdurchsetzung und kollektiver Rechtsschutz im Wirtschaftsrecht, ZHR 176/2012, s. 147, 148.

<sup>1650</sup> Hemen belirtelim ki, anılan Kanunun 01.11.2020’de yürürlükten kalkacağı kararlaştırılmıştır (§ 28).

<sup>1651</sup> Kanunun; sermaye piyasasında zarar gören yatırımcıların hukuki menfaatlerine yönelik hukuki korumanın geliştirilmesi, yargının iş yükünün hafifletilmesi, bu alanda açılan çok sayıda dava dolayısıyla yargıda oluşan iş yükünün ortadan kaldırılması, sermaye piyasası hukukunun objektif şekilde uygulanabilmesi, Alman Borsası’nın ve yargısının yabancı ülkelerle olan rekabette güçlü kılınması olmak üzere dört temel amacının olduğu ifade edilmektedir [**Halfmeier, A.**: Zivilprozessordnung Kommentar (Hrsg. Prütting, H./Gehrlein, M.), 10. Auflage, München 2018, s. 2909, 2910].

KapMuG'un uygulama kapsamı, sermaye piyasasındaki yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden doğan sorumluluğa odaklanmıştır (§ 1.1). Bu çerçevede, gerek WpPG § 8 ve devamında yer alan izahnameden doğan hukuki sorumlulukta gerekse WpHG § 97 ve § 98. paragrafları çerçevesindeki özel durum açıklamalarından doğan hukuki sorumlulukta geçerlidir<sup>1652</sup>. BGB § 823.2 hükmü ile § 826. paragrafı çerçevesinde de sermaye piyasasındaki bilgilere dayalı olarak dava açılabilmesi mümkün olduğundan, bu Kanun uyarınca açılan davalarda da model yargılama usulü uygulama alanı bulabilir.

Model yargılama usulü ana hatlarıyla şu şekilde gerçekleşmektedir:

İlk derece mahkemesinde açılan bir davaya ilişkin yargılama sırasında model yargılamanın oluşturulması için davacı ya da davalı tarafından vakıa ve deliller de gösterilerek başvuru yapılması gerekmektedir (§ 2). Mahkemeye başvuru yapılırken yapılması istenen tespitin amacı ile kamuya sunulan ve davanın açılmasına yol açan sermaye piyasası bilgisi açıkça belirtilmelidir (§ 2.2). Keza talebin dayanağı olan vakıalar ve deliller taleple birlikte mahkemeye sunulmalıdır. Başvuran, model davada verilecek olan kararın (model kararın), benzer uyuşmazlıkları da kapsayacak şekilde, bireysel uyuşmazlık sınırlarını aşan bir öneme sahip olduğunu ispatlamalıdır (§ 2.3).

Model dava usulünde model davanın açılması sonrasında başkalarının da aynı sebepten kaynaklanan benzer bir dava açabilmesini sağlamak için içeriği Kanunda özel olarak belirlenmiş bir duyuru yapılmakta ve aynı hukuki sebebe dayalı olarak zarara uğrayan yatırımcılara gerekli belgelerle bu davaya ücretsiz şekilde katılım olanağı sağlanmaktadır. (§ 3). İddialar değerlendirilerek ilk duyurudan itibaren altı aylık süre içerisinde en az dokuz ilgili kayıt başvurusunun da alınmasıyla toplam en az on kişinin mevcut olması hâlinde model dava oluşturulur ve dosya üst mahkemeye intikal ettirilir (§ 6). Altı aylık süre içerisinde en az dokuz diğer başvurunun olmaması hâlinde ise alt mahkeme model yargılama usulüne son verip yargılamasına devam eder (§ 6.5). Model yargılamanın başlamasıyla derdest ve model dava ile aynı sebepten kaynaklanan ilgili bütün davalar durur (§ 8). Hemen belirtelim ki, durma kendiliğinden gerçekleşir ve bir davanın durması için o dava kapsamında ilgili sicile model dava tescilinin yapılmış ve bunun ilan edilmiş olması da gerekli değildir.

Model yargılamanın başlangıcıyla model davanın davacısı, model davanın davalısı ve davet edilenlerin katılımıyla dava görülür (§ 9). Davet edilenler, davacının yanında davaya katılma imkânına sahip olmaktadır. Üst mahkeme, model dava açanlar arasından Kanunda yer verilen kriterler çerçevesinde model davanın davacısını

---

<sup>1652</sup> Grunewald/Schlitt, s. 247; Halfmeier, s. 2910.

belirlemektedir (§ 9, 2). Bu belirlemede üst mahkemedeki yargılamaya davet edilen ve katılan diğer ilgili kişilerin de menfaatlerini en iyi temsil edebileceği düşünülen, üzerinde anlaşılan ya da alacağı yüksek olan ve bu sebeple davanın kazanılması için uğraşacağı belli olan kişi model davanın davacısı olarak seçilmektedir (§ 9, 2).

Model davanın oluşturulması ve üst mahkeme tarafından model davanın davacısını belirlendikten sonra Kanunda asgari içeriği belirlenen gereki bilgileri de içerir şekilde davaya katılmak isteyen kişilere çağrı yapılır (§ 10). Bu çağrı model davanın oluşturulması sürecinde yapılan çağrı değil model dava oluşturulduktan sonra davaya katılmak isteyenlerin kayıtlarının yapılabilmesi için yapılan çağrıdır. Model yargılama, Kanunda ayrıntılı olarak düzenlenen usul ve esaslar çerçevesinde gerçekleştirilir. Bu yargılamayla model davanın uyuşmazlık konusu olarak belirlenen temel unsurlara ilişkin bir karara varılır. Yürütülen model dava süreci ile ulaşılan karar, davaya katılan herkes ve KapMUG § 8 çerçevesinde duran bütün davalar için bağlayıcıdır (§ 22). Bu şekilde, model dava ile varılan sonuçlar, diğer mahkemeler için bağlayıcı bir etkiye sahip olmakta (*Bindungswirkung*) ve bu hususların değerlendirilmesine gerek olmamaktadır. Böylece hem usul ekonomisi gözetilmekte hem de aynı konuda farklı kararların çıkması engellenmektedir. Davaya katılmayan kişiler ise yargılamanın dışında kalmaktadır; bunun sonucu olarak dava sonunda verilecek karara itiraz hakları da bulunmamaktadır. KapMUG ile ana hatlarıyla bu şekilde sermaye piyasasında yatırımcının korunmasına ve etkin bir yargısal usul oluşturulması amaçlanmıştır<sup>1653</sup>.

Öğretide sermaye piyasasında kolektif hareket imkânı doğuran bu ve benzeri usullerin, yatırımcıları dava açmaktan alıkoyan nedenler ve yatırımcıların bu alandaki isteksizlikleriyle savaşılabilmek için uygun bir araç olduğu ve AB düzeyinde de yeknesak kurallara bağlanması gerektiği belirtilmektedir<sup>1654</sup>. Günümüzde AB kural koyucusu da kolektif hukuki menfaatlerin korunmasına yönelmiştir. Topluluk davalarına yönelik bir düzenleme taslağı yakın geçmişte 11 Nisan 2018’de yayımlanmış ve 7 Aralık 2018’de Avrupa Parlamentosu Hukuki İlişkiler Komitesi’nden geçmiştir<sup>1655</sup>. Yürürlüğe girme süreci içerisinde olan bu düzenlemede tüketicilerin topluluk davası açması konu edilmiş olup Direktif’in kapsamı geniş tutulmuştur. Bu Direktif, bilgi güvenliği, seyahat, turizm, enerji, iletişim ve çevrenin yanı sıra yatırım hizmetlerini ve yatırımcıları da

---

<sup>1653</sup> Kalss, s. 94.

<sup>1654</sup> Veil, s. 309.

<sup>1655</sup> “Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on representative actions for the protection of the collective interests of consumers, and repealing Directive 2009/22/EC”, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs\\_autres\\_institutions/commission\\_europeenne/com/2018/0184/COM\\_COM\(2018\)0184\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2018/0184/COM_COM(2018)0184_EN.pdf).

kapsamaktadır. Sermaye piyasası yatırımcısının tüketici sayılarak tüketicinin korunmasına yönelik düzenlemelerden yararlanmasına ilişkin yaklaşım<sup>1656</sup> bu düzenleme taslağında da kendini göstermiştir (Rc. par. 6).

Pozitif hukukumuzda HMK m. 113’de yer alan “topluluk davası” konuyla ilgili görülebilir. Bu düzenlemeye göre “*Dernekler ve diğer tüzel kişiler, statüleri çerçevesinde, üyelerinin veya mensuplarının yahut temsil ettikleri kesimin menfaatlerini korumak için, kendi adlarına, ilgililerin haklarının tespiti veya hukuka aykırı durumun giderilmesi yahut ilgililerin gelecekteki haklarının ihlal edilmesinin önüne geçilmesi için dava açabilir*”.

Türk öğretisinde Turan ve Uçar izahnameden doğan hukuki sorumlulukta sınıf davalarının uygulanmasını önermiştir<sup>1657</sup>. Gözüyeşil ise her bir yatırımcı için zararın doğduğu anın farklı olması sebebiyle topluluk davası ile tazminat taleplerinin ileri sürülebilmesinin mümkün olamayacağını; ayrıca hukukumuzda izahnameden doğan sorumluluk davalarına ve topluluk davasına aşına olunmadığı gerekçesiyle bu şekilde bir yöntemin kabulünün uygun olmadığını dile getirmiştir<sup>1658</sup>.

### C- Değerlendirme

İlk olarak belirtelim ki, topluluk davası, ABD’deki sınıf davasını ya da Almanya’daki model dava yargılama usulünü ifade etmemektedir. Topluluk davası, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davalarında iki açıdan uygulanamaz. Birincisi HMK m. 113’ün yukarıda yer verilen lafzından da açıkça anlaşılacağı üzere, topluluk davası açabilecek kişiler dernekler ve diğer tüzel kişilerle sınırlandırılmıştır. Tüzel kişilerin bu davayı açabilmeleri için davanın söz konusu tüzel kişinin üyelerinin, mensuplarının ya da temsil ettikleri kesimin menfaatleri ile ilişkili olması aranmaktadır<sup>1659</sup>. Bu durum, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararlarda davacı sıfatına sahip kişilerle uyumlu değildir. İkincisi bu tür davalar yoluyla yalnızca “*ilgililerin haklarının tespiti*”, “*hukuka aykırı durumun giderilmesi*” ve “*ilgililerin gelecekteki haklarının ihlal edilmesinin önüne geçilmesi*” taleplerinin ileri sürülmesine izin verildiğinden kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk davalarının konu aldığı tazminat talebinde bulunulması mümkün değildir. Topluluk davası sonucunda verilecek karar yalnızca sonradan açılacak tazminat davalarında takdiri

<sup>1656</sup> Bkz. Birinci Bölüm-X-5-“Tüketicilerin Korunması Hukuku”.

<sup>1657</sup> Turan, s. 223, 224, 227; Uçar, s. 138, 139.

<sup>1658</sup> Gözüyeşil, s. 325.

<sup>1659</sup> Taşpolat Tuğsavul, s. 56.

delil niteliğinde olabilir. Bu durum da kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davası için bu usulden beklenen yararın elde edilmesi için yeterli değildir. Anılan sebeplerle topluluk davasının hukuki nitelik itibarıyla kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk davaları için uygun düşmediği kanaatindeyiz.

Bununla birlikte, ABD hukukunda benimsenen sınıf davası da hukukumuzda uygun düşmez. Zira, Türk hukukunda geçerli olan dava teorisi çerçevesinde, davanın tarafı olmayan üçüncü kişiler hakkında karar verilebilmesi mümkün değildir.

Kanaatimizce bu konuda kolektif menfaat ihlallerinin giderimine yönelik olarak medeni yargılama usul hukukumuzda uygun özel bir çözüm yolunun bulunması zorunludur. Türk sermaye piyasasının genel özelliklerine bakıldığında, sermaye piyasası bilgilerinden dolayı düşük miktartlı zararlara uğramış çok sayıda yatırımcının mevcut olması da yatırımcıların kişisel gayretlerinin maliyetinin yüksek olmasına ve dava açmanın rasyonel olmayan bir tercih haline gelmesine yol açmaktadır<sup>1660</sup>. Bu tür durumlarda, etkin bir yaptırım sistemi, ancak ve ancak taleplerin birleştirilebildiği bir hukuki mekanizma ile mümkündür<sup>1661</sup>. Türkiye’de kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluk hükümlerinin etkin şekilde kullanılamamasının somut nedenlerinden en önemlilerinden biri de bu şekilde bir özel usule sahip olunmamasıdır.

Önerimiz, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk davası için Almanya’da olduğu gibi model dava yargılama usulünün yürürlüğe konulmasıdır. Bu usul, yapılacak bir kanun değişikliği ile HMK ya da SerPK’ya hüküm eklenerek kabul edilebileceği gibi Almanya’da olduğu şekilde özel bir kanunla da öngörülebilir.

Kamuyu aydınlatma muhatapları, geniş bir kitleyi oluşturduğundan zarar gören kişilerin davalarının ayrı ayrı bireysel olarak açılması ve görülmesi bütün ilgililer açısından masraf doğurucu ve zaman maliyeti yaratıcı niteliktedir. Bu bağlamda, bulunacak bir çözüm, yargılama giderlerini de azaltıcı etkiye sahip olacaktır.

Kamusal açıdan bakıldığında, aynı somut olaya ilişkin farklı kararların verilmesinin de önüne geçilmesiyle yatay adaletin sağlanması, bu alandaki hak arama özgürlüğünün geliştirilmesi ve hukuk düzenine olan güvenin artırılması adına önem taşır. Bununla birlikte, mahkemelerin iş yükünü azaltıcı etki doğurur. Keza, sorumluluk hükümlerinin etkinliğinin artırılmasının kamuyu aydınlatma ilkesinin işlerliğine pozitif etkisi, piyasanın geliştirilmesi ve etkinliğinin sağlanması açısından da önemi haizdir. Belirtilen gerekçelerle bu yolun açılmasında kamu yararının bulunduğu kanaatindeyiz.

---

<sup>1660</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-V-“Sorumluluk Düzenlemelerinin Etkin Şekilde Uygulanmasının Önündeki Fiili ve Hukuki Engeller”.

<sup>1661</sup> **Kalss**, s. 80.

Konuyla ilgili gerekli düzenlemelerin yapılarak model dava yargılama usulünün benimsenmesi, Türk hukukunda kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerinin uygulanmasının sağlanması adına hayati öneme sahiptir. Sorumluluk hükümlerine bu şekilde etkinlik kazandırılması, kamuyu aydınlatma sisteminin işlerliğini kuvvetlendireceği gibi sermaye piyasasının arzu edilen özelliklerde işleyişinin sağlanmasına da hizmet eder.

Sonuç olarak, kamuyu aydınlatma belgelerinin yer alan yanlış, yanıltıcı ya da eksik olmasının yol açtığı kolektif menfaat ihlallerinin çözümlenmesi adına bir çözüm bulunması gerekmektedir. Bu alanda Türk Medeni Usul Hukukunun niteliklerine uygun bir yöntem arayışına girilmesi, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun ve dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesinin daha etkin bir zemine kavuşturulmasına hizmet eder.

### III- SORUMLU KİŞİLER

#### 1- Genel Olarak

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk davasının bir diğer unsurunu davalı taraf oluşturmaktadır. Davacı tarafta olduğu gibi davalının da aleyhine bir karar verilebilmesi için davalı sıfatına sahip olması gerekir.

Daha önce de belirtildiği üzere, 2499 sayılı mülga SerPK’da kamuyu aydınlatma belgeleri kavramı ve bu belgeler için özel bir sorumluluk rejimi belirlenmemiştir. Yalnız, izahname ve sirkülerden sorumluluğa ilişkin özel hükümde (m. 7/2) bu belgelerden ihraççıların sorumlu olduğu ve kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşların da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmıyla sorumlu olduğu öngörülmüştü. Görüleceği üzere, izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin bu düzenlemede ihraççı dışında belirtilen tek sorumlu aracı kurumlar olmuştur. Buna ek olarak, aynı Kanunun m. 16/4. fıkrası gereği bağımsız denetim kuruluşlarının da hazırladıkları raporlar dolayısıyla bu süreçte sorumluluklarının olduğu kabul edilmekteydi<sup>1662</sup>.

Sorumlu kişilerin ayrı ayrı incelenmesine geçmeden önce SerPK’nın bu konudaki 10 ve 32. maddeleri ile çizilen çerçeveyi ortaya koymakta yarar vardır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin genel hüküm olan SerPK m. 32’ye göre “10 uncu madde<sup>1663</sup> çerçevesinde, aynı maddede sorumlu olduğu belirtilen

<sup>1662</sup> Ayoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 643, 644; Yanlı, Halka Açık Anonim Şirketler, s. 152.

<sup>1663</sup> SerPK m. 32/1. fıkrasında yapılan bu atfın 10. maddeye değil doğrudan 10. maddenin birinci fıkrasına yapılmıştır (Kara, s. 142, 143, dpn. 24; Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 452). Zira, SerPK m. 32/2. fıkrasında

*kişiler ile ... kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler*” bu belgelerde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur.

SerPK m. 10’da ise sorumlu kişiler olarak “*ihraççılar*”, “*halka arz edenler*”, “*ihraca aracılık eden lider aracı kurum*”, varsa “*garantör*” ve “*ihraççının yönetim kurulu üyeleri*” ile “*bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar*”ın zikredildiği görülmektedir. Bu kişiler, anılan maddede sınırlı sayıda düzenlenmiştir<sup>1664</sup>. SerPK m. 32/1. fıkrasında belirtilen diğer kişiler olan “*kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler*” ise sınırlı sayıda değildir<sup>1665</sup>.

6362 sayılı SerPK ile kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluk altında olanların genişletildiği görülmektedir. Bu bağlamda, sorumlu kişi çevresinin geniş tutulması sermaye piyasasının özelliklerine ve özellikle de yatırımcıların korunması ilkesine uygun bir yaklaşımdır. İhraççı dışındaki kişilerin sorumluluğunun öngörülmesinin altında yatan temel nedenin bu kişilerin daha dikkatli ve özenli hareket etmelerinin sağlanması olduğu ifade edilmiştir<sup>1666</sup>. Gerçekten, bu kişilerin hukuki sorumluluklarının öngörülmüş olması, gösterecekleri özenin artmasını sağlayacaktır. Ancak, kamuyu aydınlatma belgelerinden ilgili şirketin tüzel kişiliği dışında belirli türden kişilerin sorumlu kılınması esas itibarıyla eylem ve işlemleriyle üçüncü kişilerde zarar oluşturmaları dolayısıyla bu zararı gidermelerinin sorumluluk hukukunun ana ilkesi olmasından kaynaklanır.

Bununla birlikte, ihraççı dışındaki kişilerin sorumluluğu özellikle skandal olarak nitelenen büyük olaylarda ve ihraççı şirketin iflâsı halinde işlevseldir<sup>1667</sup>. Yatırımcıların zararlarını ihraççı şirkete tazmin ettirmelerinin güçleştiği bu tür durumlarda sorumluluk hükümlerinin tazmin edici işlevinin yerine getirilebilmesi için yatırımcıların alacaklarının tahsil kabiliyetine sahip olması önem taşımaktadır. Öte yandan, sorumlu kişi çevresinin genişletilmesi ve bu kişilerin yatırımcılara karşı doğrudan sorumlu tutulmaları piyasadan kaynaklanan risklerin yalnızca ihraççıların üzerinde kalmaması açısından da önem taşımaktadır.

---

ve hatta bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının sorumluluğu ayrı ve özel olarak belirtilmiştir. Bunlarla birlikte, bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğu SerPK m. 63’de de hükme bağlanmıştır.

<sup>1664</sup> **Kara**, s. 158; **Turan**, s. 204.

<sup>1665</sup> **Kara**, s. 143.

<sup>1666</sup> **Ayoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 640, 641.

<sup>1667</sup> **Wagner**, Schadensberechnung, s. 501; **Richter**, s. 7.

SerPK m. 32 çerçevesinde müteselsil sorumluluk öngörüldüğünden<sup>1668</sup> bu madde kapsamında sorumlu kişilerin birine, birkaçına yahut tamamına birden dava açılabilirdiğine şüphe yoktur. Buna karşın, SerPK m. 10 kapsamındaki izahnameden doğan hukuki sorumlulukta ise birden çok davalının birlikte dava edilmesi olanağına sahip olunup olunmayacağı tereddüt yaratabilir. Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunun farklılaştırmış teselsül esasına göre düzenlendiği TTK'nın 557. maddesinin ikinci fıkrasında<sup>1669</sup> öngörülen birden çok davalının birlikte dava edilmesi olanağına, SerPK m. 10'da yer verilmemiştir. Ancak yine de zarar gören yatırımcı, bu kişilerin birine, birkaçına yahut tamamına birden dava açabilir. Davacı sorumlu kişiler arasında birden çok kişiyi ihtiyari dava arkadaşı olacakları şekilde bunları bir arada dava edebilir<sup>1670</sup>. SerPK'da TTK m. 557/2. fıkrasına benzer bir hükme açıkça yer verilmemiş olsa da, bu düzenleme kıyasen uygulama alanına sahiptir<sup>1671</sup>. Şu hâlde, bütün sorumlular davalı tarafta gösterilecek ve bu durum zararın gerek tazmin olanaklarının genişlemesi gerekse yargılama giderleri açısından yatırımcının korunması ilkesine de uygun düşen bir çözüm olacaktır.

Önemle belirtelim ki, bu başlık altında kamuyu aydınlatma belgeleri için öngörülen bütün sorumlular ortaya konulacak olmakla birlikte, izahnameden sorumlu kişilerin SerPK m. 10'da, finansal raporlardan sorumlu kişilerin SerPK m. 14/2. fıkrasında sayılan kişilerle sınırlandırıldığını unutmamak gerekir.

Bununla birlikte, kâr payı avansının yanlış dağıtılmasından doğan sorumluluk özelinde ara dönem finansal raporlarından sorumlu kişiler de SerPK m. 20/2. fıkrasında sınırlandırılmıştır. Kanun koyucu bu düzenlemede ara dönem finansal raporlar açısından yalnızca kâr payı avansının doğru dağıtılmamış olmasından kaynaklanan özel bir sorumluluk hükmüne yer vermiştir. Daha önce de belirtildiği gibi<sup>1672</sup>, bu düzenleme ara dönem finansal raporlardaki yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilgilere yönelik genel bir sorumluluk hükmü olarak kabul edilmemelidir.

<sup>1668</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-IV-2-“Müteselsil Sorumluluk”.

<sup>1669</sup> “Davacı birden çok sorumlu kişiyi zararın tamamı için birlikte dava edebilir ve hâkimin aynı davada her bir davalının tazminat borcunu belirlemesini isteyebilir.”

<sup>1670</sup> HMK m. 57/1.c bendine göre, “Birden çok kişi, aşağıdaki hâllerde birlikte dava açabilecekleri gibi aleyhlerine de birlikte dava açılabilir: ... davaların temelini oluşturan vakıaların ve hukuki sebeplerin aynı veya birbirine benzer olması”.

<sup>1671</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-IV-2-B-“İzahnameden Doğan Sorumlulukta İkinci Dereceden Sorumluların Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Müteselsil Sorumluluk”.

<sup>1672</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-II-1-D-“İzahname Dışındaki Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk”.



## 2- SerPK m. 10'da Belirtilen Kişiler

SerPK m. 10'da izahnameden sorumlu kişiler olarak “ihraççılar”, “halka arz edenler”, “ihracı aracılık eden lider aracı kurum”, varsa “garantör” ve “ihraççının yönetim kurulu üyeleri” ile “bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar”a yer verilmiştir.

Anılan düzenleme, konuyla ilgili iki açıdan önem taşımaktadır. Her şeyden önce bu maddenin özel olarak düzenlediği husus olan izahnameden doğan sorumlulukta sorumlu kişilerin belirlendiği madde olarak değer taşımaktadır. İzahname özelinde sorumlu kişiler, bu maddede sayılan kişilerden ibarettir<sup>1673</sup>. İkinci olarak ise bu madde, kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluğun genel hükmünü teşkil eden 32. maddenin ilk fıkrasında yapılan açık yollamanın bir sonucu olarak izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde sorumlu kişilerin belirlenmesinde de dikkate alınabilecek bir düzenlemedir.

AB'nin İzahname Direktifi'nin 6. maddesinde olduğu gibi İzahname Tüzüğü'nün 11. maddesinde de izahnamede verilen bilgilerden en azından “ihraççının” ya da “ihraççının idari, yönetim ya da gözetim organındaki kişilerin”, “halka arz edenlerin”, “menkul kıymetlerin organize piyasada işlem görmesi talep ediliyorsa bunu talep eden kişilerin” ve varsa “garantörün” sorumlu olmasının üye devletlerce sağlanması gerektiği belirtilmiştir. SerPK'nın, sorumlu kişilerin kimler olduğu konusunda kendisinden önce yürürlüğe konulmuş olan Direktif hükümlerine ana hatlarıyla paralel olarak oluşturulduğu görülmektedir<sup>1674</sup>.

Tüzük'te ayrıca ihraççının tek başına veya anılan kişilerle birlikte sorumlu kılınması gerektiği kastedilmiştir. Bununla birlikte, izahnamede, diğer asgari bilgilerin yanı sıra izahnameden sorumlu kişilerin isim ya da unvanları ile halka arz sürecindeki fonksiyonlarına açık bir şekilde yer verilmesi gerektiği ifade edilmiştir.

SerPK m. 4/3. fıkrasına ve İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin m. 7/3. fıkrasına göre “İzahnameden sorumlu gerçek kişilerin isimleri ve görevleri ile tüzel kişilerin unvanları, merkezleri ve iletişim bilgileri izahnamede açıkça belirtilir”. Bu düzenleme çerçevesinde izahnameden sorumlu kişilerin isimleri izahname metninde açıkça belirtilir ve bu kişiler söz konusu belgeyi imzalayarak bunu doğrulamış da olurlar<sup>1675</sup>. Halka arz

<sup>1673</sup> Kara, s. 158; Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 452; Gözüyeşil, s. 219.

<sup>1674</sup> Manavgat, HAAO, s. 236; Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 126.

<sup>1675</sup> Assmann, WpPG, s. 636 vd.

sürecinde şirkete yardımcı olarak görev alan kişiler izahnameye eklenen beyan ile sorumluluğu üstlenirler<sup>1676</sup>.

Sorumlu kişilerin izahnamede belirtilmesi, zarar gören yatırımcıların açacakları davada husumetin bu kişilere yöneltilmesinde kolaylık sağlar. Ancak, bir kişinin SerPK m. 10 gereği sorumluluğu bulunmasına rağmen izahnamede sorumlu kişiler arasında belirtilmemiş olması kanuni sorumluluğunu ortadan kaldırmaz<sup>1677</sup>. Dolayısıyla SerPK m. 10'da belirtilmekle birlikte izahnamede sorumlu olduğu açıkça zikredilmemiş kişiler de bu belgeler dolayısıyla sorumlu tutulabilir; izahnamedeki bu yönde beyanda bulunulmaması üçüncü kişiler için bağlayıcılık taşımaz.

Ayrıca, SPK m. 32'de yer alan imza koşulunun 10. madde çerçevesinde sorumlu olanlar için aranmadığını da belirtmek gerekir<sup>1678</sup>. İzahname dışındaki bütün kamuyu aydınlatma belgelerinde ise hukuki sorumluluğun doğması için belgenin imzalanmış olması şarttır<sup>1679</sup>.

SerPK m. 10'da sayılan kişilerin dışında olmakla birlikte, Kanunun 32. maddesi çerçevesinde belgeye imza koymuş kişilerin de izahnameden sorumlu olup olmayacakları tereddüt konusu olmuştur. Bu soruya olumlu yanıt verenler, 32. maddede yer alan genel hüküm dolayısıyla bu kişilerin de söz konusu madde çerçevesinde izahnameden sorumlu olduklarını belirtmişlerdir<sup>1680</sup>. Kanaatimizce, izahnameden doğan sorumluluğun özel olarak düzenlendiği SerPK m. 10'da sorumlu kişilerin sınırlı sayıda olmak üzere özel bir hükümle öngörülmüş olması, SerPK m. 32'de yer alan genel hükmün uygulanmasına engel olur. İzahnameden doğan hukuki sorumlulukta SerPK m. 10'da sayılanların dışındaki kişiler SerPK'da yer alan hükümler çerçevesinde sorumlu tutulamaz. Ancak, bu tür kişilere TTK ve TBK'da yer alan genel hükümler çerçevesinde sorumluluk davası açılabilir.

---

Hukukumuzda izahnamenin kimler tarafından imzalanması gerektiği de İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 7/4. fıkrasında düzenlenmiştir. Bu düzenlemeye göre “İzahnamenin ihraççı ve varsa halka arz eden ile yetkili kuruluş tarafından imzalanması gerekir. İzahname, konsorsiyum oluşturulmuş olması durumunda konsorsiyum lideri ve varsa eş liderler tarafından imzalanır....”.

<sup>1676</sup> Assmann, WpPG, s. 640.

<sup>1677</sup> Watter, s. 1617.

<sup>1678</sup> Manavgat, HAAO, s. 236; Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 127; Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 451.

<sup>1679</sup> Manavgat, HAAO, s. 236.

<sup>1680</sup> Adıgüzel, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 38; Gözüyeşil, s. 219, 255, 256.

## A- İhraççılar

Hukuki sorumluluk ekseninde bakıldığında, ihraççılar, kamuyu aydınlatma belgelerini doğru, eksiksiz ve aldatıcı olmayacak şekilde düzenlemekle yükümlü tutulan kişilerdir<sup>1681</sup>. Gerek sermaye piyasası araçlarının ihracı sürecindeki kamuyu aydınlatma belgelerinde gerekse ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerinde her şeyden ve herkesten önce bilgilerin esas kaynağını teşkil eden ihraççılar sorumluluk altındadır.

Yasal tanımına göre ihraççı, “*Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonlarını*” ifade eder (SerPK m. 3/1.h)<sup>1682</sup>. Türk sermaye piyasasında ihraççı olmasına izin verilen özel hukuk kişileri<sup>1683</sup> anonim şirketlerdir<sup>1684</sup>. Hemen belirtelim ki, ihraççı kavramına dahil olan yatırım fonları tüzel kişiliklerinin bulunmayışı sebebiyle izahnameden doğan hukuki sorumlulukta davalı sıfatına sahip değildir<sup>1685</sup>.

İzahnameden doğan sorumlulukta ihraççıların sorumluluğu, “satıcı” rollerinin bir sonucudur ve bu bağlamda TBK m. 219 ile de ilintilidir<sup>1686</sup>. İkinci el piyasada ise

---

<sup>1681</sup> Seiler/Singhof, s. 646.

<sup>1682</sup> SerPK m. 2/1’de belirtilen anonim şirketlerin ihraççı olarak kabul edilmeyecekleri ifade edilmiştir (Gözüyeşil, s. 222). SerPK m. 3/1.h bendinde yer alan “ihraççı” tanımı göz önüne alındığında, bu tespiti katılabilmek mümkün değildir. Zira, “*Halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları, bu Kanun kapsamı dışındadır.*” şeklindeki SerPK m. 2/1. fıkrasında bu tür şirketler sadece SerPK’nın dışında tutulmuş olup bu belirleme de esas itibarıyla gerçeği yansıtmamaktadır. Zira, halka açık olmayan bir anonim şirketin tahsisli satış ya da nitelikli yatırımcılara satış yoluyla pay ihraçları Pay Tebliği’nin kapsamındadır. Kaldı ki, bu tür şirketlerin, söz konusu halka arzsız ihraçları sonucunda 500’den fazla pay sahibine sahip olmaları hâlinde SerPK m. 16/1. fıkrasında düzenlenen halka arz varsayımı kapsamında halka açık anonim şirket niteliğine sahip olmaları ve SerPK’nın halka açık anonim şirketler hakkındaki özel düzenlemelerine tabi olmaları dahi mümkündür.

<sup>1683</sup> Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Hazine Müsteşarlığı ve Varlık Kiralama Şirketleri tarafından yapılan ihraçlar SerPK kapsamı dışında tutulmuştur (SerPK m. 136/2).

<sup>1684</sup> Anonim şirketler dışında iki şirket türünün “ihraççı” sıfatına sahip olabileceği düşünülebilir.

Limited şirketlerin intifa senedi ihraçlarıyla sınırlı olarak sermaye piyasasında ihraççı statüsüne sahip olabilecekleri hakkında bkz. Yanlı, V.: Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları, Batider 2016, C. 32, S. 3, s. 33, 34.

2499 sayılı mülga SerPK m. 4/3. fıkrasında yer alan “*Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz*” şeklindeki düzenlemeye 6362 sayılı SerPK’da yer verilmemiş olması ve TTK’da anonim şirketlere yapılan atıf dolayısıyla sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin pay ihraç edebilecekleri akla gelebilecek olmakla birlikte, sermaye piyasası mevzuatının bütünü dikkate alındığında bu tür şirketlere ihraççı sıfatının tanınmadığı hakkında bkz. Aydoğan, Menkul Kıymet İhraç Kararları, s. 239.

<sup>1685</sup> Gözüyeşil, s. 228.

<sup>1686</sup> Kara, s. 143.

ihraççılar sermaye piyasası aracı üzerinde yapılan alım-satım işleminin tarafı olmasa da, bu şirketlerin kamuyu aydınlatma ilkesi gereği kendisine verilen hukuki ödevleri yerine getirmeyerek yatırımcıların zararına yol açmalarından dolayı hukuki sorumlulukları vardır.

İhraççılar, belgelerin hem konusu hem de düzenlenmesinde asli sorumlu olduğundan en yüksek özen ölçütü bu şirketlere uygulanır<sup>1687</sup>. Zira bilgiye en yakın konumda bulunan kişiler en yüksek özen ölçütüne tabidir<sup>1688</sup>.

Son olarak belirtelim ki, ihraççıların ödemiş olduğu tazminatların doğurduğu sorumluluk maliyetine dolaylı da olsa pay sahipleri katlanmış olmaktadır. Bu yüzden ihraççıların sorumlu kişilere rücu olanağını kullanabilmesi de bu alanda menfaat dengesinin ve somut olay adaletinin sağlanması açısından önem taşımaktadır.

## **B- Yönetim Kurulu**

### **a- İlgili Hukuki Düzenlemeler**

Bilindiği üzere, tüzel kişilerin iradesi organları aracılığıyla açıklanır (TMK m. 50). Anonim şirketlerde yönetim kurulu, şirketin idare ve temsil organı olarak şirketin yönetimine ilişkin kararlar alan, kararları uygulamaya geçiren ve bu şekilde şirketi dış dünyada temsil eden bir konumdur. Yönetim kurulunun kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğunun öngörülmesinin nedenlerinin başında bu türden bilgi ve belgelerin açıklanmasının şirketin yönetimine ilişkin yetki ve sorumluluklarına dahil olması ile konunun taşıdığı özel önem gelmektedir.

SerPK m. 10/1’de izahname için SerPK m. 14/2’de finansal raporlar için açıkça yönetim kurulu üyeleri sorumlu kılınmış; diğer kamuyu aydınlatma belgelerinde ise SerPK m. 32 çerçevesinde bu belgeleri imzalayan yönetim kurulu üyeleri sorumlu tutulmuştur. Bu belirlemenin sonucu olarak izahname ve finansal raporlar açısından yönetim kurulu yetki devri yapmış olsa bile kurul olarak sorumlu kalmaya devam eder<sup>1689</sup>. Daha önce de belirtildiği gibi<sup>1690</sup>, izahname ve finansal raporların nitelikleri gereği dışarıya karşı yönetim kurulunun kurul olarak sorumluluk taşıdığı belgelerdir.

<sup>1687</sup> Grunewald/Schlitt, s. 240; Groß, s. 473; Seiler/Singhof, s. 645, 646.

<sup>1688</sup> Grunewald/Schlitt, s. 240; Groß, s. 473; Seiler/Singhof, s. 645, 646.

<sup>1689</sup> SerPK m. 14/2. fıkrasında özel olarak yönetim kurulunun sorumlu kılınmış olmasının, bu yöndeki sorumluluğun devredilemeyeceği sonucunu doğurduğu hakkında bkz. Aksu Özkan, s. 326.

<sup>1690</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-5-“İzahnamenin Hazırlanmasında Görev ve Yetki” ve İkinci Bölüm-IV-5-“Finansal Raporların Hazırlanması ve Yayımında Görev ve Yetki”.

SerPK kapsamında sorumluluğun yönetim kurulu üyelerine ek olarak yöneticileri de kapsayıp kapsamadığı tereddüt konusudur. Yönetici kavramı, şirket adına karar alıp onu icra ettiren ve bu şekilde şirketin işletme konusuna ulaşması için kendisine bırakılan diğer görevleri yapma yetkisine sahip olan genel müdür, genel müdür yardımcısı, şirketin üst düzey yönetiminde bulunan müdürler, CEO, icra komitesi ve benzeri komite üyeleri ile koordinatörleri kapsayan bir üst kavramdır<sup>1691</sup>.

Öğretide Özkorkut, SerPK m. 14'ün gerekçesinde yer verilen “*kusurları oranında ve ‘şirket yönetimindeki somut konumları’ çerçevesinde yönetim kurulu üyelerinin sorumlu olacağı*”nın düzenlendiği ve “*6102 sayılı Kanun’daki sorumluluk yaklaşımına paraleldir*” ifadeleri dolayısıyla yöneticilerin de bu düzenlemeler uyarınca sorumlu olduğunu ifade etmiştir<sup>1692</sup>. Odman Boztosun ve Meral ise SerPK m. 10, 14 ve 32’nin lafzı dolayısıyla bu görüşün kabulünün olanaklı olmadığını belirtmişlerdir<sup>1693</sup>.

Yönetim kurulunun yetkisini devrettiği durumlarda yetkiyi devralan kişi ya da kişiler kendilerine devredilen işlerde yönetici sıfatıyla sorumludur. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma belgelerinin düzenlenme ve yayım sürecine katılan şirket yöneticilerinin de organın yetkisinde bulunan bu tür işlere iştirak etmelerinden dolayı hukuki sorumlulukları söz konusu olacaktır. SerPK’nın 10. maddesinin birinci fıkrası ile 14. maddesinin ikinci fıkrasında yönetim kurulunun özel olarak belirtilmesinin sonucu, yönetim kurulunun bizzat düzenlemese bile izahname ve finansal raporların nitelikleri gereği bu belgelerden kurul olarak sorumluluğunu devredememesidir. Dolayısıyla organın yetkisini kullanan yöneticilerin de SerPK’nın 10. maddesinin birinci fıkrası ve 14. maddesinin ikinci fıkrasında belirtilen “yönetim kurulu” ifadesine dahil kabul edilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Bu sonuç, kanun koyucunun ve öğretinin, hukuki sorumluluk açısından yönetim organını, yönetici ve fiili organları da içerecek şekilde geniş yorumlanmasına yönelik yaklaşımına da uygun düşer.

Ekleme gerekir ki, “*İzahnameden sorumlu gerçek kişilerin isimleri ve görevleri ile tüzel kişilerin unvanları, merkezleri ve iletişim bilgileri izahnamede açıkça belirtilir*” şeklindeki SerPK m. 4/3. fıkrası ve İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği’nin m. 7/3. fıkrası çerçevesinde, somut olayın özelliklerine göre şirketin muhasebe ve finansman bölümü elemanlarının da sorumluluğunun söz konusu olabileceği öğretide ifade edilmiştir<sup>1694</sup>.

<sup>1691</sup> Tekinalp, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 431.

<sup>1692</sup> Özkorkut, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 163.

<sup>1693</sup> Odman Boztosun, s. 153, dpn. 75; Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 377, dpn. 1208.

<sup>1694</sup> Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), I, s. 323.

Nitekim, TTK m. 553’de dahi “*kurucular, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve tasfiye memurları*” ayrı ayrı sayılmış olsa da, hüküm kapsamında sorumlu kişilerin bunlarla sınırlı sayıda olmadığı ve anılan düzenlemenin fiili organları<sup>1695</sup> da kapsadığı kabul edilmektedir<sup>1696</sup>. Dolayısıyla SerPK kapsamında da yönetici sıfatıyla organsal yetki kullanan kişilerin sorumlu tutulabilmesi için ayrıca ve özel olarak belirtilmesi gerekmemektedir<sup>1697</sup>. SerPK m. 14’ün madde gerekçesindeki ifadeler de bu kanaatimizi kuvvetlendirmektedir. Bu sonuç, sorumlu kişi çevresinin genişlemesinin yanı sıra şirket yöneticilerini de daha dikkatli ve özenli olmaya sevk edeceğinden yatırımcıların korunması ilkesine de uygun düşer.

SerPK m. 10/1. fıkrasıyla izahname açısından yönetim kurulu üyeleri bir bütün olarak sorumlu tutulmuşlardır. Bu bağlamda, izahnamede imzası olanlar değil bütün yönetim kurulu üyeleri sorumludur<sup>1698</sup>.

Finansal raporlar açısından bakıldığında, daha önce de ifade edildiği gibi<sup>1699</sup>, finansal raporların düzenlenmesinin yönetim kurulunun devredilemez ve vazgeçilemez görev ve yetkileri arasında olup olmadığı tartışmalıdır. Bununla birlikte, TTK m. 71 uyarınca tacirin finansal tabloları imzalaması esasının, bunun gerekli nisabı da sağlayan bir yönetim kurulu kararı şeklinde neticelendirilmesi zorunludur<sup>1700</sup>. Nitekim, SerPK m. 14/2. fıkrası da aynı yöndedir<sup>1701</sup>. Şu hâlde, finansal raporların içeriğinden yönetim kurulunun kurul olarak sorumlu olduğundan şüphe duyulmamalıdır.

İzahname ve finansal raporlardan yönetim kurulu üyelerinin tamamı sorumlu tutulmuş olsa da, münferit bir yönetim kurulu üyesinin ya da yetki devri halinde yöneticilerin “*kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine*

---

<sup>1695</sup> Fiili organ, TTK ya da esas sözleşme uyarınca şekli anlamda organ olarak nitelendirilebilmesi mümkün olamamakla birlikte iradenin teşekkülüne ve açıklanmasına iştirak eden ya da idare veya temsil görevine katılanlardır (Akdağ Güney, Yönetim Kurulu, s. 237, 240-244).

<sup>1696</sup> Tekinalp, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 431.

<sup>1697</sup> Rüzgâr ise izahnameden doğan sorumluluk açısından yaptığı değerlendirmesinde, “yönetici” kavramına dahil kabul edilmeyen (Tekinalp, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, s. 431) TTK 371/7. fıkrası uyarınca usulüne uygun olarak yönetim ve temsilin devredildiği “sınırlı yetkili ticari vekil”e dahi bu davanın açılabilceğini belirtmiştir (Rüzgâr, s. 869).

<sup>1698</sup> Kara, s. 144; Gözüyeşil, s. 254, 255.

<sup>1699</sup> Bkz. İkinci Bölüm-IV-5-“Finansal Raporların Hazırlanması ve Yayımında Görev ve Yetki”.

<sup>1700</sup> Kırca (Şehirali/Manavgat), s. 548.

<sup>1701</sup> “...Yönetim kurulunun, bu maddede belirtilen kapsamda hazırlanacak finansal tablo ve raporların kabulüne dair ayrı bir karar alması gerekir. Ayrıca finansal tablo ve raporlarla ilgili olarak bunları hazırlayan ortaklık yöneticileri ile birlikte sorumlu yönetim kurulu üyelerinin kamuya yapacakları bildirimlerde finansal tablo ve raporların gerçeğe uygunluğu ve doğruluğu konusundaki beyanlarına yer verilmesi zorunludur”.

yükletilebildiği ölçüde sorumlu” olmalarına dayalı olarak<sup>1702</sup> ve SerPK m. 32/3 çerçevesinde kast ya da ağır ihmalin olmadığını ispatlayarak hukuki sorumluluktan kurtulması kuşkusuz mümkündür.

SerPK ile özel durum açıklamaları açısından bütün yönetim kurulu üyeleri sorumlu tutulmamıştır. Bu bağlamda özel durum açıklamasını hukuka aykırı şekilde yapan ya da yapması gerekip de yapmayan kişiler sorumludur<sup>1703</sup>. Özel Durumlar Tebliği’nin m 23/2. fıkrasında<sup>1704</sup> özel durum açıklamalarından sorumluluğa ilişkin bir açıklama yapılması zorunluluğuna yer verilmiştir. Bu beyan, içeriğinden de anlaşılacağı üzere, ilgili kişilerin kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluklarına etki etmez<sup>1705</sup>.

Ayrıca belirtelim ki, yönetim kurulu üyelerinin ve şirket yöneticilerinin TTK’da yer alan hükümlere göre de sorumluluğu söz konusudur (m. 549-553)<sup>1706</sup>. Bu çerçevede, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, hem şirkete hem pay sahiplerine hem de şirket alacaklılarına karşı verdikleri zararlardan sorumludur (m. 553/1). Yönetim kurulu üyelerinin SerPK’da yer alan özel hükümler çerçevesine dışarıya karşı sorumlu tutulmuş olması, şirketle iç ilişkideki sorumluluklarını kuşkusuz ortadan kaldırmayacaktır. Bu durumda, ihraççı şirketin üçüncü kişilere ödeme yapması durumunda dahi kusuru bulunan üyelere TTK’daki esaslarla rücu imkânının mevcut olduğunu gözden uzak tutmamak gerekir.

## **b- Yönetim Kurulu Üyelerinin Yatırımcılara Karşı Sorumlu Tutulmasının Yerinde Olup Olmadığı**

SerPK’nın yukarıda açıklanan düzenlemeleri ile şirketin yönetim kurulu üyelerinin ve ilgili yöneticilerin dışarıya karşı doğrudan sorumluluklarının öngörülmesi üzerinde özel olarak düşünülmesi gereken bir tercihtir.

<sup>1702</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-IV-2-B-“İzahnameden Doğan Sorumlulukta İkinci Dereceden Sorumluların Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Müteselsil Sorumluluk” ve Dördüncü Bölüm-IV-2-C-“Finansal Raporlardan Doğan Sorumlulukta Yönetim Kurulu Üyelerinin Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Müteselsil Sorumluluk”

<sup>1703</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 415.

<sup>1704</sup> “...Yapılacak açıklamada; açıklamanın bu Tebliğde yer alan esaslara uygun olduğu, bu konuda ihraççıya ulaşan bilgileri tam olarak yansıttığı, bilgilerin ihraççının defter, kayıt ve belgelerine uygun olduğu, konuyla ilgili bilgileri tam ve doğru olarak elde etmek için gerekli tüm çabaların gösterildiği ve yapılan bu açıklamalardan sorumlu olduğu beyan edilir.”.

<sup>1705</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 226.

<sup>1706</sup> SerPK ile kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararlardan yönetim kurulu üyelerinin de sorumlu tutulmuş olmasının TTK ile uyumlu ve yerinde olduğu hakkında bkz. **Kara**, s. 144.

Şirket faaliyetleri hakkındaki bilgilerin en iyi kaynağı şirket yönetimidir<sup>1707</sup>. Kamuya açıklanan bilginin yanlış, yanıltıcı, eksik yahut yukarıda açıklanan diğer hallerin mevcudiyeti dolayısıyla sorumluluk doğurucu olması hâlinde sıklıkla bu durum ilgili yöneticilerden kaynaklanmaktadır. Şirketin yönetim kurulu üyelerinin ve diğer ilgili yöneticilerinin sorumluluğunun öngörülmesi zarar gören yatırımcıların tazmin taleplerini sunabilecekleri kişileri artıracığından her hâlükârda bu kişilerin lehinedir. SerPK m. 10 ve 32. maddeleri uyarınca yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğa tabi tutulmasının önemi, bu kişilerin dışarıya karşı doğrudan sorumluluklarının mevcut olmasıdır.

Özellikle şirket malvarlığının kaybı ve ihraççıdan tazminatın tahsil olanağının bulunmadığı hâllerde sorumlu yöneticilerin şahsi malvarlıkları yatırımcılar için ikinci bir alternatifi oluşturacaklardır. Ayrıca yöneticilerin şahsi malvarlıklarıyla sorumluluklarının bulunması, oluşan zararın toplamının çok yüksek olduğu hâllerde yöneticilerin daha sonradan hileli işlemlerle şirket varlıklarını alacaklılardan kaçırmaya yönelik eylem ve işlemlerinden de caydırıcı bir etki taşıyacaktır. Söz konusu caydırıcı etki açısından yöneticilerin sorumlulukları ayrı ve özel bir yer tutmaktadır<sup>1708</sup>. Zira, şirketin eylem ve işlemleri organları aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

Esasen yöneticilerin sorumluluğunun öngörülmesinin altında yatan bir diğer sebep de kamuyu aydınlatma hükümlerine aykırılıkta şirketin de mağdur olmasıdır. Dolaylı olarak şirket pay sahipleri de bu durumda zarara uğrayacaklarından somut olay adaletinin sağlanması ve piyasa fonksiyonlarının korunabilmesi için bu zarara yol açan yöneticilerin dışarıya karşı sorumluluklarının öngörülmesi gerekliliği doğmaktadır.

Yöneticilerin, şirket ve pay sahipleri ile aralarındaki hukuki ilişkiye de bakmak konuyu daha anlaşılır kılacaktır. İşletme bilimine göre yöneticilerin performans düzeylerinin ücret ve itibarlarına etki ettiği tartışmasızdır<sup>1709</sup>. Bu durum şirket yöneticilerinde şirkete ilişkin olumsuz durumları açıklamama ya da olduğundan farklı şekilde açıklama eğilimi yaratır. Hileli açıklamalara çoğu zaman şirketi olduğundan daha iyi gösterme ve ticari faaliyetlerine iyi şekilde devamlılığını sağlama isteğiyle şirket yöneticileri tarafından sebep olunduğu gözlemlenmektedir<sup>1710</sup>. Bu sebeple yöneticilerin

---

<sup>1707</sup> Çelik, Gönüllü Kamuya Açıklama, s. 80.

<sup>1708</sup> Davies, Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections, s. 305; Fleischer, Kapitalmarktkommunikation, s. 406.

<sup>1709</sup> Çelik, Şirket Demokrasisi, s. 12.

<sup>1710</sup> Davies, Final Report, s. 7. Nitekim yakın geçmişte gerçekleşen *Enron* ve *Worldcom* gibi şirket skandallarında da bu durum yaşanmıştır. Bu yüzden yöneticilerin gayri ahlaki ve hukuk dışı bu türden yollara gitmelerinin caydırılması açısından sorumluluklarının özel olarak öngörülmesi önem taşımaktadır.



kamuyu aydınlatma belgeleriyle ilgili hukuka aykırılıklardan caydırılması özel önem taşımaktadır. Ayrıca, şirketin iç kontrol ve denetim sistemleri de yönetim kurulunun bu alanda hata yapmasını engellemeye yönelik olarak kullanılması gerektiği de öğretilde vurgulanmaktadır<sup>1711</sup>.

Şirket yöneticilerinin şahsi sorumluluklarının öngörülmesinin olumlu sonuçları olduğu gibi olumsuz birtakım sonuçları da vardır. Yönetim organının doğrudan sorumluluğunun olmasına yönelik çekinceler ise bu durumun anonim şirketler hukukunun genel sorumluluk rejimine zarar verici bir durum olması, yönetim organında yer alan kişileri çok yüksek meblağlarda hukuki sorumluluk tehdidine maruz bırakması, bu kişilerin sorumluluk tehdidi dolayısıyla girişimde bulunamayan, risk alamayan dolayısıyla pasif davranışlara itmesi noktalarındadır<sup>1712</sup>.

Bu konudaki endişelerden birini bu kişiler üzerindeki sorumluluk tehdidinin sorumluluktan kaçmak için aşırı ve istenmeyen ölçüde temkinli davranmalarına neden olması oluşturmaktadır<sup>1713</sup>. Bu durum bazı ülkelerde yönetim kurulunun kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu tutulmasına soğuk yaklaşılmasına sebep olmaktadır<sup>1714</sup>. Gerçekten, muhatap kitlesi ve etki alanı bu denli geniş bir faaliyet dolayısıyla yönetim kurulu üyeleri bir anda çok yüksek meblağlı davaların tarafı olabilecektir. Özellikle büyük sermayeli şirketlerin ihraçlarında sorumluluk miktarı oldukça yüksek olacaktır. Bu durum, sorumluluk almak istemeyen yönetim kurulu üyelerinin sermaye piyasası aracı ihracına soğuk yaklaşımları ve bu kişilerin şirket genel kurulunu olumsuz yönlendirmesi sonucu doğurabilir.

Yöneticilerin şahsi sorumluluklarının olmaması hâlinde de bu işlerin merkezindeki kişi grubu olarak hükümlerin caydırıcı etkisini yeterince hissetmeyecekleri akla gelebilir. Ancak, şirketin ödeyeceği tazminatın yöneticilerin itibarlarına, şirketten aldıkları prim ve kazanç paylarına olan olumsuz yansımalarının, şahsen sorumlulukları olmasa bile şirket yöneticileri açısından yeterli caydırıcılığı sağlayacağı söylenebilir<sup>1715</sup>. Ayrıca, bu kişilerin şirkete karşı hukuki sorumlulukları söz konusu olduğundan şirketin yapacağı ödemeleri yönetim kuruluna rücu imkânı söz konusu olabilir. Bu da yöneticiler üzerinde yeterli caydırıcılığı sağlayabilir. Dolayısıyla bu gerekliliği salt caydırıcılık fonksiyonu ile açıklayabilmek pek mümkün değildir.

---

<sup>1711</sup> **Davies**, Final Report, s. 26.

<sup>1712</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 405; **Davies**, Final Report, s. 26

<sup>1713</sup> **Davies**, Final Report, s. 25, 26.

<sup>1714</sup> **Davies**, Final Report, s. 25, 26.

<sup>1715</sup> **Davies**, Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections, s. 301.

Söz konusu tercihte hukuk politikası oluşturulurken sermaye piyasasının genel işlerliği de düşünülmelidir. Zira ihraççıların bu piyasaya çekilmemesi hâlinde yatırımcıların korunmasının da anlamı kalmayacaktır. Bu çerçevede, dengeli bir tercihte bulunabilmek adına TTK'da denetçinin sorumluluğu için öngörüldüğü gibi yöneticileri de belirli bir miktara kadar sorumlu kılmak ya da ihraççılara bu konuda yönetim organı lehine bir sorumluluk sigortası yaptırma zorunluluğunun öngörülmesi düşünülebilir.

Bir diğer çözüm olarak yöneticilerin ihraç süreci öncesinde şirketle aralarında bu konuda sorumsuzluk anlaşması yapmaları önerilebilir. Bu konuda yöneticilerin verdiği zararların karşılanıp karşılanamayacağı bu kişilerin şirketle olan ilişkisine göre değişecektir. Ancak, sorumsuzluk anlaşması yapılması, dış ilişki açısından Kanunda öngörülen emredici nitelikteki sorumluluğu ortadan kaldırmaz. Bir başka deyişle, bu anlaşma zarara uğrayan kişilere karşı ileri sürülemez. Yalnız, yöneticilerin aleyhine tazminata hükmedilmesi hâlinde, bu kişilerin ödemiş oldukları tazminatın şirketten rücu edilebilmesini sağlar<sup>1716</sup>.

### C- Halka Arz Edenler

İkinci el piyasada kamuyu aydınlatma belgesinin satıcısı konumundaki yatırımcıların kamuyu aydınlatma belgelerinden kaynaklanan herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sermaye piyasası bu açıdan ikinci el piyasadaki alıcı ve satıcının anonimliği ve yatırımcının kamuyu aydınlatma konusu bilginin üretimi ile yayımı konularında bir sorumluluğu olmadığından adî satış sözleşmesinin özelliklerinden farklılaşmaktadır. Yalnız, izahnameden doğan sorumlulukta halka arz edenin durumu bunun istisnasıdır.

6362 sayılı SerPK ile ilk defa öngörülen yasal tanımına göre, halka arz eden “*Sahip olduğu sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek üzere Kurula başvuruda bulunan gerçek veya tüzel kişileri*” ifade eder (SerPK m. 3.1.g). Hemen belirtelim ki, halka arz eden (*offeror, Anbieter*) kavramı ile ihraççı (*issuer, Emittent*) kavramı aynı anlamı taşımazlar. Bunların uygulamada aynı kişi olduğu durumlar söz konusu olabilese de bu terimlere yüklenen anlamlar farklılaştırılmıştır.

Önemle belirtelim ki, halka arz edenler, yalnızca izahnameden doğan hukuki sorumluluğa sahiptir. Bu kişilerin, izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde

---

<sup>1716</sup> Şunu da belirtmekte yarar vardır ki, bu şekilde bir sorumsuzluk anlaşmasının yönetim kurulu üyelerinin kasten gerçekleştirdikleri eylem ve işlemleri kapsamı mümkün değildir. Zira, bu tür fiilleri de kapsar bir sorumsuzluk anlaşması TBK m. 27 çerçevesinde kamu düzenine ve ahlaka aykırı olacaktır. Bu durumda söz konusu anlaşma yalnızca ihmale dayalı durumlarda hüküm ve sonuç doğurur. SerPK m. 32/3. fıkrası çerçevesinde hafif ihmal hâlinde hukuki sorumluluktan kurtulmak mümkün olduğuna göre, söz konusu anlaşmanın yalnızca ağır ihmal sayılabilecek durumlar açısından anlam ifade edeceği söylenebilir.

ise herhangi bir yetki ve göreve sahip olmadıklarından hukuki sorumlulukları da bulunmamaktadır.

Halka arz edenin izahnameden sorumlu tutulmasının altında yatan husus bu kişilerin gerçekleştirdikleri halka arzda izahnameyi düzenlemekle yükümlü tutulmuş olmalarıdır<sup>1717</sup>. Kanun koyucu, halka arz eden tarafından izahnamenin düzenlenmesi sırasında, ihraççının izahname hazırlanmasında kolaylaştırıcı tedbirleri alması zorunluluğunu ortaya koyan SerPK m. 4/5. fıkrasıyla, dolaylı da olsa, bu durumlarda izahname hazırlanmasının halka arz eden kişilerin sorumluluğunda olduğunu düzenlemiştir. Bu nedenle, söz konusu durumlarda halka arz edenin izahnameden hukuki sorumluluğu doğacaktır.

Öğretide *Turan*, izahname hazırlanırken halka arz edene bilgileri ihraççı sağlayacağı için bu belgeden birinci derecede ihraççının sorumlu tutulmuş olmasının yerinde olduğunu belirtmiştir<sup>1718</sup>. *Kara* ise halka arz edenin, ihraççı tarafından verilen bilgilerin doğru olup olmadığını bilebilecek durumda olmadığı gerekçesiyle halka arz eden kişilerin izahnameden hukuki sorumluluklarının öngörülmesinin doğru olmadığını ifade etmiştir<sup>1719</sup>.

Kanaatimizce kanun koyucunun izahnameyi düzenleme görevini halka arz eden konumundaki kişiye verdiği göz önüne alındığında, bu kişilerin hukuki sorumluluğa tabi tutulması kaçınılmazdır. Halka arz edenin ihraççıdan sağlayacağı bilgiler açısından ise bu bilgilerin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olduğunun bilinmediği ve bu bilgi eksikliğinin kast ya da ağır ihmallerinden kaynaklanmadığı durumlarda halka arz eden hukuken sorumlu olmayacaktır (SerPK m. 32/3).

İzahnameden ihraççının birinci derecede, halka arz edenin ise ikinci derecede sorumlu tutulmasının isabetli bir tercih olup olmadığının da üzerinde durulmalıdır. Mevcut yasal duruma bakıldığında, halka arz eden tarafından izahnamenin düzenlenmesi sırasında, ihraççıya düşen tek kanuni ödevin izahname hazırlanmasında kolaylaştırıcı tedbirleri alması olarak belirtildiği görülmektedir (SerPK m. 4/5). İhraççının rolünü sınırlı gören bir anlayışta halka arz eden konumundaki gerçek ya da tüzel kişilerin sorumluluğunun ikinci dereceden değil ihraççı ile birlikte birinci dereceden sorumluluk olarak öngörülmesi gerektiği akla gelmektedir. Diğer taraftan, halka arz edenin şirketin hâkim ortağı ya da şirketin yönetim kontrolüne sahip konumunda bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, şirket dışında bir konumda bulunması nedeniyle izahnameye konu

<sup>1717</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. İkinci Bölüm-III-5-“İzahnamenin Hazırlanmasında Görev ve Yetki”.

<sup>1718</sup> **Turan**, s. 204, dpn. 34.

<sup>1719</sup> **Kara**, s. 144, 145.

edilecek bilgilerden doğrudan şirkete ilişkin olanları üretebilecek ya da üretilmesi sürecini yönetebilecek konumda olmadığı da bir gerçektir. Bu kişiler, izahnameyi büyük ölçüde ihraççı tarafından üretilip kendisine sunulan bilgiler çerçevesinde hazırlayacaklarından ya da hazırlatacaklarından sorumluluklarının ikinci derecede öngörülmesi tercih edilmiş olabilir. Yine de izahnameden doğan hukuki sorumlulukta dereceli sistemin öngörülmüş olmasına yönelik genel eleştirimizin<sup>1720</sup> yanı sıra sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının satıcısı konumunda bulunmaları ve kanun koyucu tarafından izahnameyi hazırlamakla yükümlü tutulmaları dolayısıyla bu tercihin isabetli olduğundan bahsedebilmek güçtür. Nitekim, ihraççıdan alınan bilgilere göre daha sınırlı bir kapsamda olsa da, özellikle halka arz eden tarafından bizzat üretilen bilgiler açısından ihraççının birinci derecede sorumluluğunun öngörülmesi ve ancak zararın ihraççıdan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde halka arz edene başvurulabilecek olması gibi bir sonucun doğması somut olay adaletine uygun düşmemektedir.

#### **D- Lider Aracı Kurum**

Mülga SerPK’da izahnameden ihraççı dışında sorumlu olduğu açıkça düzenlenen tek kişi aracı kurumlardır. Kanun koyucu, aracı kurumların sermaye piyasasındaki yetki, görev ve sorumluluklarını dikkate alarak, 6362 sayılı SerPK’da da bu kişilerin hukuki sorumluluklarına açıkça yer vermiştir.

SerPK m. 3/1.a bendinde aracı kurum kavramının “37 nci maddenin birinci fıkrasındaki yatırım hizmet ve faaliyetlerinden (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde yer alanları münhasıran olmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşunu” ifade ettiği hükme bağlanmıştır. Kanun koyucu aracı kurumları bir yatırım kuruluşu olarak nitelendirmiş ve bu kavramın da “Aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları”ndan oluşacağını ifade etmiştir. Görüleceği üzere, yatırım kuruluşu, aracı kurumla eş anlamlı olmayıp aracı kurumları da kapsayan bir üst kavram niteliğindedir.

“Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1)”ne<sup>1721</sup> göre aracı kurumların kuruluşuna SPK tarafından izin verilebilmesi için

---

<sup>1720</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-IV-1-C-“Değerlendirme”.

<sup>1721</sup> RG. 17.12.2013, S. 28854.

anonim şirket niteliğinde olmaları gerekir<sup>1722</sup>. Aracı kurumlar, güven sağlama amacına yönelik olarak sermaye piyasasına özgü kuruluşlar olarak tasarlanmıştır<sup>1723</sup>.

Aracı kurumların sermaye piyasasındaki diğer yetkilerinin yanı sıra kanun koyucu tarafından SerPK m. 37/1. fıkrasının (e) bendinde “*Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi*” ile (f) bendinde “*Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi*” yetkisi verilmiştir<sup>1724</sup>. Aracı kurumların izahnameden sorumlu tutulmalarının hukuki nedenini de yüklenimde bulunarak ya da bulunmaksızın halka arza aracılık yapma yetkileri oluşturmaktadır<sup>1725</sup>.

Ayrıca belirtelim ki, her ne kadar SerPK m. 3/1.a bendinde bu yetkilerin münhasıran aracı kurumlara verildiği belirtilse de, yatırım ve kalkınma bankaları da SerPK m. 39/9. fıkrası gereğince SerPK m. 37/1. fıkrasının (e) ve (f) bentlerinde düzenlenen halka arza aracılık faaliyetlerini yapmakla yetkili kılınmışlardır. Dolayısıyla yatırım ve kalkınma bankaları da halka arza aracılık konsorsiyumunun liderliğini üstlendiği durumlarda SerPK m. 10/1. fıkrası çerçevesinde hukuki sorumluluk altındadır. Bu sebeple SerPK m. 10/1. fıkrasında yer alan “lider aracı kurum” ifadesinin yerine “aracılık konsorsiyumu lideri”nin kullanılması daha isabetli olabilirdi.

Halka arza aracılık faaliyetine ilişkin usul ve esaslar, SPK’nın “Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1)”inde<sup>1726</sup> ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Bu Tebliğin 51 ilâ 58 maddeleri doğrudan halka arza aracılık faaliyetine ilişkindir. Söz konusu düzenlemelerde halka arza aracılığın tanımı ve türleri (m. 51), halka arza aracılık faaliyetinde bulunabilecek yatırım kuruluşları (m. 52), halka arza aracılık faaliyetine ilişkin özel şartlar (m. 53), halka arza aracılık faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilke ve esaslar (m. 54), halka arza aracılık sözleşmesi

---

<sup>1722</sup> Aracı kurumların kuruluş izninin diğer şartları için bkz. “Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1)” m. 5.

Aracı kurumların anonim şirket olması zorunluluğunun temelinde sermaye piyasasında ihraççı olmasına izin verilen şirket türü olarak anonim şirketlerin tercih edilmesiyle bütünlük sağlanması gayesinin bulunduğu hakkında bkz. **Manavgat, Ç.:** Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991, s. 38.

Sermaye piyasasında ihtiyaç duyulan güvenin Aracı kurumlar açısından ancak anonim şirket yapısı ve nitelikleriyle mümkün olabileceği hakkında bkz. **Sönmez**, s. 18.

<sup>1723</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 38.

<sup>1724</sup> Bu yetkinin aracı kurumları diğer sermaye piyasası kurumlarından ayıran temel özellik olduğu hakkında bkz. **Sönmez**, s. 8.

<sup>1725</sup> Halka arza aracılık türleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 208-214, 271-275; **Sönmez**, s. 59-67.

<sup>1726</sup> RG. 11.07.2013, S. 28704.

(m. 55), aracılık konsorsiyumu (m. 56), konsorsiyum sözleşmesi (m. 57), sözleşme şartlarının uygunluğu (m. 58) hükme bağlanmıştır.

Tebliğin 52. maddesinde de aracılık yüklenimi ve en iyi gayret aracılığı faaliyetlerinin Kuruldan izin almak kaydıyla, aracı kurumlar ile kalkınma ve yatırım bankaları tarafından yapılabileceği tekrarlanmıştır.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, sermaye piyasası aracını ihraç eden ve/veya halka arz eden ile yetkili yatırım kuruluşu arasında akdedilecek yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesine bağlanması şarttır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 55).

III-37.1 sayılı Tebliğ’de halka arza aracılık faaliyetinin bir konsorsiyum şeklinde yürütülmesi zorunluluğu aranmamıştır. Bu tür bir durumda izahnameden sorumlu kılınan aracılık yapan tek kurumu ifade eder.

Halka arza aracılık sözleşmesi yapıldıktan sonra bu faaliyet için konsorsiyum oluşturulması söz konusu olduğunda, bunun için ihraççı ve/veya halka arz edenin onayının alınması şarttır. Aracılık konsorsiyumu kurulmasının temelinde ise riskin paylaşımı ihtiyacı yatar<sup>1727</sup>. Hukuki nitelik itibarıyla bir adi şirket niteliğinde olan<sup>1728</sup> aracılık konsorsiyumu oluşturulduğu takdirde, konsorsiyumun yönetimini yetkili yatırım kuruluşlarından biri “konsorsiyum lideri” olarak üstlenir. Konsorsiyum lideri, konsorsiyumu; SPK’ya, resmi kurumlara, üçüncü kişilere, sermaye piyasası aracını ihraç edene ve/veya halka arz edene karşı temsil eder. SerPK m. 10/1. fıkrasında da aracılık faaliyetine katılan bütün aracı kurum ya da yatırım ve kalkınma bankaları değil sadece konsorsiyum lideri sorumlu tutulmuştur<sup>1729</sup>. İzahnameden doğan hukuki sorumluluğun bütün aracı kurumlara yüklenmeyip yalnızca lider aracı kurumla sınırlandırılmasının sebebi, bütün aracılardan izahnamenin düzenlenmesinin her aşamasına iştirak etmeyişleri, elde edilen bilgilerin teyit edilmesi yükümlülüğünün bütün aracılara yüklenmesinin doğru olmayışı olarak değerlendirilebilir<sup>1730</sup>.

Hemen belirtelim ki, aracılık konsorsiyumun oluşturulması sırasında konsorsiyum sözleşmesi çerçevesinde “eş liderler” belirlenebilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 56/3). Eş liderlik öngörülmüşse, eş liderlerin tamamı izahnameden sorumluluk altına girecektir<sup>1731</sup>. Nitekim, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği’nin izahnameden doğan sorumluluğua ilişkin

<sup>1727</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 97, 98; **Sönmez**, s. 68.

<sup>1728</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 98; **Sönmez**, s. 69.

<sup>1729</sup> 2499 sayılı mülga SerPK m. 7/2. fıkrasında bu şekilde bir ayırım yapılmamıştır.

<sup>1730</sup> **Grunewald/Schlitt**, s. 242.

<sup>1731</sup> **Kara**, s. 146.

25. maddesinin birinci fıkrasında çoğul ekiyle “*ihraca aracılık eden lider yetkili kuruluşlar*” ifadesinin kullanılmış olması bu tespitimizi doğrulamaktadır.

Bu noktada belirtelim ki, aracılık konsorsiyumu lideri olmayan ancak halka arz sürecinde görev alan diğer aracı kurumların gönüllü olarak izahname dolayısıyla sorumluluk üstlenmelerinin mümkün olup olmadığına yönelik bir düzenleme yapılmamıştır. Mevcut yasal durumda bu kişilerin emredici nitelikte bir sorumluluğu söz konusu olmamakla birlikte, sözleşme özgürlüğü çerçevesinde yatırımcılara karşı sorumlu olmayı kabul ettikleri hâllerde buna engel olunmamalıdır. Kuşkusuz, hiçbir aracı kurum kendiliğinden bu şekilde bir sorumluluk maliyetini üstlenmek istemez. Ancak, yatırımcılara güven aşılayarak ihracın başarısını artırmak isteyen ihraççılar, belirli bir bedel karşılığında aracı kurumların bu durumu kabul etmesini sağlayabilir. Almanya’da da bu kişilerin izahnamaya eklenen beyanlarıyla sorumluluk üstlenebilecekleri ifade olunmaktadır<sup>1732</sup>.

Aracı kurumların izahnameden doğan sorumlulukları bu şekilde olmakla birlikte, izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinden de SerPK m. 32/1. fıkrası çerçevesinde hukuki sorumlulukları söz konusu olabilir. SerPK m. 32’den kaynaklanan sorumluluk yalnızca lider aracı kurumla sınırlandırılmadığından belgeyi imzalayan veya bu belgeler kendi adına imzalanan bütün aracı kurumların hukuki sorumluluğu mevcuttur. SerPK m. 11/3. fıkrasında ihraç belgesinden kaynaklanan hukuki sorumluluk konusunda Kanunun 32. maddesine atıf yapılmış olmasının bir sonucu olarak ihraç belgesi için de bu esas uygulama alanı bulacaktır.

Aracı konumundaki kuruluşların birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu kılınmalarının temelinde bu kuruluşların “tasdik (*certification*) fonksiyonu” yatmaktadır<sup>1733</sup>. Bunun temelinde de aracılık fonksiyonunu yürüttükleri şirket üzerinde yapma yükümlülüklerinin bulunduğu inceleme faaliyeti (*due diligence*) bulunmaktadır. Aracılık faaliyeti dolayısıyla söz konusu olan tasdik fonksiyonu, şirket tarafından sunulan bilgilerinin mevzuata ve gerçeğe uygunluğu ile aldatıcı ve eksik olmamasını gözetleme ve gerekli düzeltmelerin yapılmasını sağlama ödevini de beraberinde getirmektedir. Bu özellikleriyle aracılık faaliyeti de esas itibarıyla yatırımcıların korunması ilkesine ve kamuyu aydınlatmaya dayalı bir hukuki kurumdur<sup>1734</sup>.

---

<sup>1732</sup> Assmann, WpPG, s. 640.

<sup>1733</sup> Ayoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 640; Mutlu Uşaklı, 2010, s. 147.

<sup>1734</sup> Frankel, s. 422.

Aracı kurumların sermaye piyasası aracı ihraç sürecindeki rollerine uygun şekilde değerlendirme yapmak gerekir. Aracı kurumlar, sermaye piyasasında fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki bir köprü kurmakta ve doğrudan finansman mekanizmasının söz konusu olduğu sermaye piyasasında gerçekleşen fon aktarımına aracılık etmektedir<sup>1735</sup>. Bu kurumlar, sermaye piyasası aracı ihraç sürecine aracılık etmekle birlikte, daha ziyade ihraççı ya da ihraççıya bilgi sağlayan üçüncü kişilerden gelen bilgilere bağımlı olarak görevlerini ifa ederler. Ancak, bu şekilde elde edilen bilgi ve beyanların aracı kurumlar tarafından ne ölçüde gözden geçirilmesi ve doğruluğunun denetlenmesi gerekmektedir<sup>1736</sup>. Bir taraftan şirketin ortaya koyduğu “bütün bilgilerin” doğruluğunun test edilmesinin aracı kurumlardan beklenilmesi uygulamada güç olsa da<sup>1737</sup>, diğer taraftan sermaye piyasasında aracılık faaliyeti nitelik itibarıyla haberci (ulak) düzeyinde salt bilgi aktarımı yapılmasını konu alan bir faaliyet değildir. Aracı kurumlar, sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecinde izahnamenin hazırlanmasında ve sunulan bilgilerin kontrolü noktasında önemli bir role sahiptir. Bu çerçevede, şirketin mali ve hukuki yapısının analiz edilmesi ve izahnamede yatırımcılara sunulacak bilgilerin kontrolü aracı kurumların sorumluluğundadır<sup>1738</sup>.

Aracı kurumların itibarlarının yatırımcı tercihlerini etkilediği kabul edilmektedir<sup>1739</sup>. Bu alanda yatırımcının korunması ilkesine hizmet eden aracı kurumlara verilen yetki ve görevler, aracılık faaliyetinin teknik bilgi ve uzmanlık gerektirdiğini ortaya koymaktadır<sup>1740</sup>. Şu hâlde, yatırımcıda güven inşa eden aracı kurumların, faaliyetlerinde gerekli dikkat ve özeni göstermeyerek yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilgilerin aktarılmasına aracılık etmeleri durumunda hukuki sorumluluklarının doğması kaçınılmaz olmaktadır.

---

Sermaye piyasasında kamunun aydınlatılmasında şirketlerle birlikte aracı kurumların başrolü oynadığı hakkında bkz. **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 128. Aracı kurumların yatırımcıların korunması ilkesine hizmet ettiği hakkında bkz. **Sönmez**, s. 15; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 68.

<sup>1735</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 21; **Sönmez**, s. 15, 16.

<sup>1736</sup> **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 276; **Sönmez**, s. 16.

<sup>1737</sup> **Grunewald/Schlitt**, s. 241.

<sup>1738</sup> **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 129; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 276.

<sup>1739</sup> **Kabaalioğlu**, İzahname Sorumluluğu, s. 800.

<sup>1740</sup> **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 68.



## E- Garantör

Garantörün hukuki sorumluluğu, şahsi bir teminat ntelğinde olan garanti sözleşmesine dayanır<sup>1741</sup>. Bu sözleşme TBK’da tanımlanmadığı gibi aynı Kanunun “Özel Borç İlişkileri” başlıklı ikinci kısmında da düzenlenmemiştir.

Garanti sözleşmesi, öğretide bağımlı ve bağımsız garanti sözleşmesi olarak ikiye ayrılarak incelenmektedir. Bağımsız garanti sözleşmesi (saf garanti sözleşmesi) ile temel bir borç ilişkisi mevcut olmaksızın bir girişimin sonucu garanti edilirken<sup>1742</sup>; bağımlı garanti sözleşmesinde aslî bir borç bulunmakta ve garanti veren kişi aslî (temel) borç ilişkisinde taraflardan birinin üstlendiği edimi garanti etmektedir<sup>1743</sup>. Sermaye piyasası araçları ile ilgili verilecek garantiler bağımlı garanti sözleşmesine dayanır. Bu tür garantilerde, üstlenilen edimin hiç ya da gereği gibi ifa edilmemesi hâlinde doğan zararın tazmin edilmesi borçlanılmaktadır<sup>1744</sup>. “Üçüncü kişinin fiilini üstlenme”ye yönelik olan TBK m. 128’de garanti sözleşmesine işaret edilmektedir; ancak garanti sözleşmesi bu maddede belirtilen hâl ile sınırlı değildir<sup>1745</sup>.

Garanti sözleşmesiyle kusura dayanmayan sözleşmesel sorumluluk altına girilmektedir. Garanti sözleşmesinde tehlike yüklenilmesini içeren asli nitelikte bir taahhüt söz konusu olmaktadır. Garanti sözleşmesiyle garanti altına alınan riskin ve parasal tutarın belirli olması gerekmektedir<sup>1746</sup>. Garanti altına alınan riziko, ortaya çıkıp çıkmayacağı şüpheli olmakla birlikte, ortaya çıkması hâlinde zarar doğuran tehlikeyi ifade etmektedir<sup>1747</sup>.

Türk sermaye piyasası mevzuatında “garanti” ve “garantör” kavramlarına ilişkin ayrıntılı düzenlemeler yer almamaktadır. İlk olarak belirtelim ki, SerPK m. 3/1.j bendinde yer alan izahname tanımı içerisinde “(varsa) garantöre” ilişkin bilgilere yer verilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Buna paralel olarak, SerPK m. 4/4. fıkrasında “*garantöre ve garantinin niteliğine*” izahname özetinin içeriğinde yer verilmesi gerektiği hükme bağlanmıştır. SerPK m. 10/1. fıkrasında da “(varsa) garantör”ün hukuki sorumluluğu düzenlenmiştir.

<sup>1741</sup> **Reisoğlu, S.:** Garanti Mukavelesi, Ankara 1963, s. 1.

<sup>1742</sup> Kiralık işyeri yapımını özendirmek için bir girişimciye kurmuş olduğu işyerlerinin aylık belirli bir miktarla kiraya verilmesinin, işyeri kiralanmaz ya da daha düşük bir bedelle kiralanırsa aradaki bedelin ya da farkın garanti eden tarafından ödeneceğinin garanti edilmesi bağımsız garanti sözleşmesine örnek olarak gösterilmiştir (**Eren, Özel Hükümler**, s. 778).

<sup>1743</sup> **Eren, Özel Hükümler**, s. 778, 779.

<sup>1744</sup> **Reisoğlu**, s. 151; **Eren, Özel Hükümler**, s. 779.

<sup>1745</sup> 818 sayılı mülga Borçlar Kanunu döneminde aynı yönde değerlendirme için bkz. **Reisoğlu**, s. 1, 39-53.

<sup>1746</sup> **Ulutaş Çelik, E.:** Garanti Sözleşmeleri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2014, s. 16.

<sup>1747</sup> **Reisoğlu**, s. 9-13; **Ulutaş Çelik**, s. 15.

Tebliğ düzeyinde ise “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1)”<sup>1748</sup>’nin m. 3/1.ğ bendinde yatırım fonlarına ilişkin olarak “garantör” kavramı tanımlanmıştır<sup>1749</sup>. Hemen belirtelim ki, bu Tebliğde garanti kavramına yer verilmesi garantili fonlar dolayısıyla olup izahnameden sorumlu kılınan garantörün ortaya konulmasına yönelik değildir<sup>1750</sup>.

Sermaye piyasası araçlarının ihracına ilişkin garanti hakkındaki düzenlemeler ise son derece dar bir kapsamda olmak üzere, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği ile Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8)’nde öngörülmüştür.

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 7/2. fıkrasına göre “*Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesinde üçüncü bir kişi tarafından garanti verilmesi durumunda izahnamede garantöre ve garantinin niteliğine ilişkin bilgilere de yer verilir*”.

Sermaye piyasasında garanti kavramına yönelik bir diğer düzenleme ise Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8)’nde yer almaktadır. Bu Tebliğin m. 4/7. fıkrasına göre “*Kurul, borçlanma araçlarına ilişkin ödeme yükümlülüklerinin bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti altına alınmasını veya satışın yapılacağı kişilerin niteliklerine ve/veya satış koşullarına sınırlama getirilmesini talep edebilir veyahut ihraç belgesinin geçerlilik süresini kısaltabilir.*”. Ayrıca, bu Tebliğe ekli “*Halka Arz Edilecek Borçlanma Araçlarına İlişkin İzahnamenin Onaylanması İçin Gereken Belgeler*” listesinde garantöre ilişkin belgelere yer verilmiştir<sup>1751</sup>.

Görülebileceği üzere, sermaye piyasası araçlarına ilişkin garanti ve garantör kavramları kapsamlı şekilde düzenlenmiş değildir. Bu durum konuyla ilgili yapılacak tespitlere bir kısıt oluşturmaktadır.

---

<sup>1748</sup> RG. 09.07.2013, S. 28702.

<sup>1749</sup> “Garantili yatırım fonları tarafından bilgilendirme dokümanlarında belirlenen esaslar çerçevesinde yatırımcılara geri ödeneceği taahhüt edilen yatırım tutarının Fon tarafından karşılanamayan kısmının yatırımcılara geri ödenmesini Fona garanti eden ve bu Tebliğde belirlenen nitelikleri haiz, banka ve tabi oldukları mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla yurt dışında yerleşik banka ve sigorta şirketlerini.. ifade eder”.

<sup>1750</sup> “Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin bilgilendirme dokümanlarında belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesi; uygun bir yatırım stratejisine ve garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edilen fonları kapsayan şemsiye fonlar “garantili şemsiye fon” olarak adlandırmaktadır (İlgili Tebliğ m. 6/1.e.1). Garantili ve koruma amaçlı fonlar söz konusu Tebliğin 27. maddesinde düzenlenmiştir.

<sup>1751</sup> “Borçlanma aracının anapara, faiz vb. ödemeleri için garanti verilmesi durumunda garantör tarafından Kurula ve ihraççıya hitaben yazılacak yazı ile garantiyi veren tüzel kişinin konuya ilişkin yetkili organ kararının noter onaylı örneği veya ilgili birim yazısı”.

İlk olarak belirtelim ki, garantörün sorumluluğu yalnızca birinci el piyasada kamuyu aydınlatma belgeleri için düzenlenmiştir. Bu bağlamda, sadece izahname, ihraç belgesi ve ihraç sürecinde düzenlenen diğer aydınlatıcı belgeler dolayısıyla garantörün sorumluluğuna başvurulabilir. İkinci el piyasada kamunun aydınlatılması amacıyla düzenlenen kamuyu aydınlatma belgeleri ise nitelik itibarıyla garanti sözleşmesine uygun değildir. Sermaye piyasasında garantörün hukuki sorumluluğuna ilişkin SerPK m. 10/1. fıkrasının kaynağı AB'nin İzahname Direktifi'dir<sup>1752</sup>. İzahname Direktifi'nin yerini alan İzahname Tüzüğü'nün 11. maddesinde de aynı düzenlemeye yer verilmiştir<sup>1753</sup>.

İzahname açısından garantörün sorumluluğunun öngörüldüğü SerPK m. 10/1. fıkrasında “*varsa garantör*” ifadesine yer verilmesi, ihraçta garanti verilmesinin kural olarak zorunlu olmadığını gözler önüne sermektedir. Nitekim, Borçlanma Araçları Tebliği'nin yukarıda belirtilen m. 4/7. fıkrası da garantinin kural olarak zorunlu olmadığını, Kurul tarafından gerek görülmesi durumunda bu tür bir zorunluluğun doğabileceği sonucuna ulaşılmasını sağlar. Kuşkusuz, ihraççı, yatırımcılarda güven uyandırmak ve ihraç olunan sermaye piyasası araçlarına talebi artırmak için üçüncü bir kişiden garanti alınması yoluna başvurabilir.

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 7/2. fıkrasına göre “*üçüncü bir kişi tarafından garanti verilmesi*”, Borçlanma Araçları Tebliği'nin m. 4/7. fıkrasında ise “*bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti altına alınması*”nın ifade edilmiş olması kimlerin garantör konumunda olabileceği konusuna ışık tutmaktadır. Şu hâlde, SPK'nın İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nde bir sınırlama getirmemekle birlikte, Borçlanma Araçları Tebliği'nde sermaye piyasası araçlarının ihracında gerçek kişilerin garantör konumunda bulunmasına izin vermediği sonucuna varılır. Bununla birlikte, tüzel kişilerin türü açısından düzenleyici nitelikte bir işlemle sınırlandırma getirilmemiştir. Ancak, kurulma amacı ve faaliyet konusu itibarıyla sermaye piyasası araçlarının ihracında garantör konumuyla ilgisiz tüzel kişilerin, örneğin hayri amaçla kurulan dernek ve vakıfların garantör konumunda olması düşünülemez. Bu şekilde bir ihraçta izahnamenin ya da ihraç belgesinin onaylanmaması gerekir.

---

<sup>1752</sup> 2003 tarihli Direktif'in izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin 6. maddesi ile izahnamede verilen bilgilerden en azından ihraççının ya da ihraççının idari, yönetim ya da gözetim organındaki kişilerin, halka arz edenlerin, menkul kıymetlerin organize piyasada işlem görmesi talep ediliyorsa bunu talep eden kişilerin yahut varsa garantörün sorumlu olmasının üye devletlerce sağlanması gerektiği belirtilmiştir.

<sup>1753</sup> Alman İzahname Kanununda da yakın zamanda İzahname Tüzüğü'nde yer verilen gerekliliğin Alman iç hukukuna aktarılması için yapılan değişikliklerle izahname içeriğinden en azından ihraççı, halka arz eden, borsada işlem görme başvurusu yapan kişilerin ve (varsa) garantörün sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır (WpPG § 8).

Ekleyelim ki, Borçlanma Araçları Tebliği ile ayrıca bankaların garantör konumunda olabilecekleri de açıklığa kavuşturulmuştur. Bankaların faaliyet konuları esas itibarıyla Bankacılık Kanunu<sup>1754</sup>, nun 4. maddesinde düzenlenmiştir. Borçlanma Araçları Tebliği'nin söz konusu 4/7. fıkrasında bankaların garantör konumunda olabileceklerinin öngörülmesi, Bankacılık Kanunu m. 4/1.m bendinde yer alan “*Başkaları lehine teminat, garanti ve sair yükümlülüklerin üstlenilmesi işlemleri gibi garanti işleri*” şeklindeki faaliyet konusu ile uyumludur. Bankacılık Kanunu bu konuda bütün banka türlerinin<sup>1755</sup> faaliyette bulunmasına izin vermektedir.

Sermaye piyasası araçlarının ihracında garantörün taahhüdünün içeriği konusunda ayrıntılı bir hukuki düzenleme mevcut değildir. Bu konuda, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nde yer alan “*Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesinde üçüncü bir kişi tarafından garanti verilmesi...*” ifadesiyle Borçlanma Araçları Tebliği'nde yer alan “*borçlanma araçlarına ilişkin ödeme yükümlülüklerinin bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti altına alınmasını*” şeklindeki ifade göz önüne alınabilir. Ayrıca, bu Tebliğe ekli “*Halka Arz Edilecek Borçlanma Araçlarına İlişkin İzahnamenin Onaylanması İçin Gereken Belgeler*” listesinde garantöre ilişkin belgeler ortaya konulurken “*Borçlanma aracının anapara, faiz vb. ödemeleri için garanti verilmesi*” ifadesi kullanılmıştır.

Bu bağlamda, sermaye piyasası araçlarının ihracında garanti müessesesine başvurulmasının temel nedeni garanti sözleşmesinin niteliğine de uygun düşecek şekilde sermaye piyasası araçlarından kaynaklanan ifa yükümlülükleri konusunda garanti verilmesi olduğu söylenebilir<sup>1756</sup>. Yukarıda açıklanan düzenlemelerde garantör, nitelik itibarıyla ihraççının vermiş olduğu bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmadığını taahhüt eden bir konumda düzenlenmemiştir. Dolayısıyla bu tür durumlarda, hukuka aykırı kamuyu aydınlatma dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının değerinden kaynaklanan zararlardan garantörün sorumluluğu söz konusu değildir.

Öte yandan, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nde izahnamede “*garantinin niteliğine ilişkin bilgilere*” yer verilmesi gerektiğinin öngörülmesi, uygulamada garantör tarafından izahnamenin tamamına ya da belirli bölümlerine ilişkin sorumluluğunu açıkça

<sup>1754</sup> RG. 01.11.2005, S. 25983, mükerrer.

<sup>1755</sup> Bankacılık Kanununa göre banka, “*mevduat bankaları ve katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankalarını*” ifade eder (m. 3).

<sup>1756</sup> Cumhuriyet'in ilk yıllarında büyük iktisadi teşebbüsleri teşvik etmek isteyen Devlet'in bu tür şirketlerin hisse senetlerinin her yıl belirli bir temettü getirmesini garanti altına aldığı bilinmektedir [Tandoğan, H.: Garanti Mukavelesi (Mahiyeti ve Benzeri Hukuki Münasebetlerden Tefriki), Ankara 1959, s. 1].

ifade ederek ihraççının kamuyla paylaştığı bilgilerin hukuka uygunluğu konusunda bir garantisinin söz konusu olabileceğini de düşündürmektedir.

Öğretide ifade edildiği üzere, garanti sözleşmesinde genel olarak bütün tehlike yükümlenilebileceği gibi sadece belirli bir zararın vuku bulmayacağı da garanti edilebilmektedir<sup>1757</sup>. Hal böyle iken, SPK düzenlemelerinde açıkça yer bulmasa da, uzman bir finansal kuruluşun garanti sözleşmesinde risk olarak ihraççının sunmuş olduğu bilgilerin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olmasından kaynaklı zararları üstlenebilmesi mümkün görünmektedir. Garantörün kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğunun da ancak bu tür durumlarda söz konusu olabileceği kanaatindeyiz.

Garantörün konumu hakkında öğretilerde sadece sorumluluğunun niteliği üzerinde durulmuştur. Buna göre, SerPK m. 10/1. fıkrasında sorumlular arasında sayılan garantöre “*kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde*” kusur sorumluluğu çerçevesinde sorumluluk yüklenmesinin anlamsız ve garanti sözleşmesinin hukuki niteliği ile uyumsuz olduğu ifade edilmiştir. Bu bağlamda, garanti sözleşmesinin niteliği gereği garantörün sorumluluğunun kusura dayanmadığı vurgulanmıştır<sup>1758</sup>. Bu yaklaşım, garantöre ilişkin sermaye piyasası mevzuatında yer alan sınırlı düzenlemelerde ihraççının ifa yükümlülüklerine yönelik olarak garanti verildiği gerçeğini göz ardı ettiği gibi varılan hukuki sonuç açısından da SerPK m. 10/1. fıkrasının açık hükmünü göz ardı etmektedir.

Yukarıda da belirtildiği gibi, garantörün verdiği garantinin niteliği konusunda ihraç sürecinde verilen bilgilerin doğruluğu konusunda bir belirlemenin yapılmış olması hâlinde bu bilgilerin içerdiği hukuka aykırılıklardan doğan zarardan garantör de sorumlu olacaktır. Böyle bir durumda SerPK m. 10/1. fıkrasında yapılan açık düzenlemenin sonucu olarak garantörün sorumluluğu kusur sorumluluğudur. Bu bağlamda, garantör SerPK m. 10/1. fıkrası çerçevesinde “*kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde*” sorumludur. Bununla birlikte, SerPK m. 32’nin üçüncü ve beşinci fıkralarına dayalı olarak da hukuki sorumluluktan kurtulabilir. Garantörün izahnameden doğan sorumluluğun kusur sorumluluğu olarak öngörölmüş olmasının garanti sözleşmesinin hukuki niteliğine uygun düşüp düşmediği ise kuşkusuz soru işaretidir.

---

<sup>1757</sup> Reisoğlu, s. 10.

<sup>1758</sup> Memiş/Turan, s. 77; Turan, s. 211, dpn. 60; Çatakoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 123; Uçar, s. 107, 130, 131.

## **F- Bağımsız Denetim, Derecelendirme ve Değerleme Kuruluşları ile Benzeri Kişi, Kurum ve Kuruluşlar**

Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının hazırlamış oldukları kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukları, hem SerPK m. 10/2. fıkrası hem de SerPK m. 32/2. fıkrasında özel olarak hükme bağlanmıştır. Bunların yanı sıra Kanunun 63. maddesi de yine bu kuruluşların hukuki sorumluluğuna ilişkin bir düzenleme ihtiva etmektedir.

Söz konusu kuruluşların sorumluluğunun aynı Kanunda üç ayrı yerde düzenlenmesi kuşkusuz kanun yapma tekniği açısından isabetli görünmemektedir. Öğretide SerPK m. 10 ve 32 olmasaydı dahi bu kuruluşların SerPK m. 63 çerçevesinde hukuki sorumluluklarının olacağı fikri yer bulmuştur<sup>1759</sup>. Yalnız, SerPK'nın 10. ve 32. maddelerinde özel olarak yer verilmesinin bir anlamı vardır. Anılan kuruluşların sorumluluğuna SerPK m. 32'de yer verilmiş olması, söz konusu kuruluşların bu maddede düzenlenen hukuki sorumluluk esaslarına tabiiyetini sağlamaktadır. SerPK m. 10/2. fıkrasında yer alan düzenleme ise bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının izahnameden doğan sorumluluklarının diğer sorumluların tabi olduğu ikinci dereceden ve farklılaştırılmış müteselsil sorumluluk esasının dışında tutulmasını sağlamıştır<sup>1760</sup>.

SerPK m. 63'ün ilk cümlesi yalnızca bağımsız denetim kuruluşlarına yöneliktir. Bu düzenleme ile bağımsız denetim kuruluşlarının denetledikleri finansal tablo ve raporların “*mevzuata uygun olarak denetlenmemesi*” nedeniyle doğabilecek zararlardan raporu imzalayanlarla birlikte sorumlu oldukları bir başka deyişle denetim faaliyetinden doğan sorumlulukları düzenlenmektedir. Anılan maddenin ikinci cümlesi ise SerPK m. 10 ve 32'de yer alan hükümlerin bir tekrarı gibi görünse de, bu düzenlemelere göre genel hüküm niteliğinde olması itibarıyla önem taşımaktadır. Bu bağlamda, SerPK m. 63 yalnızca yatırımcılara yönelik bir koruma normu öngörmemektedir. Söz konusu düzenleme aynı zamanda bağımsız denetim kuruluşları ile derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının faaliyetleri neticesinde düzenledikleri raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı

<sup>1759</sup> **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 40; **Urkan, E.:** Sermaye Piyasalarında Bağımsız Denetim Sözleşmeleri ve Sorumluluk, Ankara 2016, s. 288, 289; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 473, 474. **Urkan ve Meral**, SerPK m. 63 olmasaydı da TBK m. 112 gereği sorumluluğun söz konusu olacağını belirtmiştir (**Urkan, E.:** Sermaye Piyasalarında Bağımsız Denetim Sözleşmeleri ve Sorumluluk, Ankara 2016, s. 288, 289; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 473, 474).

<sup>1760</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-IV-1-A-“Dereceli Sorumluluğun Anlamı ve Yasal Çerçevesi” ve Dördüncü Bölüm-IV-2-B-“İzahnameden Doğan Sorumlulukta İkinci Dereceden Sorumluların Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Müteselsil Sorumluluk”.

ve eksik bilgiler dolayısıyla neden oldukları zararlardan sorumluluklarını genel hüküm niteliğinde bir düzenlemeyle hükme bağlanmaktadır. Bunun en önemli hukuki sonucu, söz konusu kuruluşların şirkete karşı hukuki sorumluluklarının bu düzenlemeye tabi olmasıdır<sup>1761</sup>.

Derecelendirme, değerlendirme ve bağımsız denetim kuruluşları ile benzeri kişi ve kurumların hukuki sorumlulukları sermaye piyasasında kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluklarıyla sınırlı değildir. Ancak bunların faaliyetleri içerisinde kamuyu aydınlatma belgelerinden kaynaklanan yükümlülükleri ve bu belgelerde yer alan bilgilerden kaynaklanan sorumluluklarına yönelik olarak SerPK’da yer verilen hükümler özel hüküm niteliğindedir<sup>1762</sup>. Unutmamak gerekir ki, sermaye piyasası mevzuatında yer alan kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa yönelik olarak SerPK’da yer alan sorumluluk hükümleri bu alanın niteliklerine uygun ek bir koruma sağlamaya yönelik olduğundan genel hükümlerden kaynaklanan talep ve dava hakları da saklıdır<sup>1763</sup>.

Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının sorumluluklarının konusu hazırladıkları raporlardır. Söz konusu kuruluşların ana faaliyet konularının sonucu olarak hazırladıkları raporlar sırasıyla “denetim raporları”, “derecelendirme raporları” ve “değerleme raporları”dır. Bu raporların kavramsal çerçevesi, hazırlanışı ve fonksiyonları çalışmanın ikinci bölümünde ayrıntılı olarak açıklanmıştır<sup>1764</sup>.

Denetim, derecelendirme ve değerlendirme raporlarının bizatihi kendileri de kamuyu aydınlatma belgesi niteliğindedir. Hukuki sorumluluğa yol açan bu raporlar aynı zamanda diğer kamuyu aydınlatma belgelerine dayanak teşkil etmektedir<sup>1765</sup>. Örneğin, ihraççının sermaye piyasası aracı halka arzında söz konusu raporlar izahnamenin bir parçasını oluşturacaktır. Önemle belirtelim ki, bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının sorumluluğu yalnızca hazırlamış oldukları raporlarla sınırlıdır.

---

<sup>1761</sup> SerPK m. 63’e göre denetim kuruluşlarının şirkete karşı sorumlu olduğu hakkında bkz. **Urkan**, s. 288, 289.

<sup>1762</sup> *Özkorkut*, bağımsız denetim kuruluşunun sorumluluğu açısından SerPK m. 2/2’nin bu Kanunun sorumluluk hükümlerine öncelik veren bir anlayış içerdiğini dile getirmiştir (**Özkorkut**, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 183).

SerPK m. 63/1. fıkrasının TTK hükümlerine göre özel hüküm niteliğinde olduğu hakkında bkz. **Kocabıyık**, s. 166.

<sup>1763</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-II-1-A-“Yasal Çerçeve”.

<sup>1764</sup> Söz konusu belgeler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. İkinci Bölüm-VI-4-C-“Denetim Raporu”, İkinci Bölüm-VI-4-D-“Derecelendirme Raporları” ve İkinci Bölüm-VI-4-E-“Değerleme Raporu”,

<sup>1765</sup> **Günay**, s. 21.

Ekleyelim ki, SerPK m. 63’de ise yalnızca “*Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları*”nın sorumluluğu düzenlenmiş olsa da, SerPK’nın 10’da “*Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar ...*”ın SerPK m. 32’de ise “*Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan veya bu belgelere dayanak olmak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar*”ın hukuki sorumluluğu düzenleme altına alınmıştır. Görüleceği üzere, kanun koyucu, bu raporlara “benzeri rapor” sayılabilecek türden raporların kamuyu aydınlatma belgelerinin bir parçasını oluşturması halinde bu raporları hazırlayan kişi, kurum ve kuruluşları da hazırlamış oldukları raporlardan dolayı SerPK’da yer alan özel hükümlere tabi kılmıştır. Örneğin, şirketin danışmanlığını yürüten kişi, kurum ve kuruluşların hazırlamış oldukları belgelerin kamuyu aydınlatma belgelerinin içinde yer alması, SerPK m. 10 ve 32 çerçevesinde hukuki sorumluluğa yol açar. Daha somut bir örnek vermek gerekirse, şirketin hukuki danışmanlığını ve dava takip işlerini yürüten bir hukuk bürosunun şirketin taraf olduğu davalar hakkında yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilgi aktarımının söz konusu olduğu bir rapor yayımlaması ve bu rapora izahnamede yer verilmesi hâlinde söz konusu hukuk bürosunun hazırlamış olduğu rapor dolayısıyla yatırımcılara karşı sorumluluğu doğar.

Söz konusu kuruluşların faaliyetleri kamuyu aydınlatma belgelerinin içerdiği bilgilerin güvenilirliğinin sağlanmasına olan katkısıyla kamuyu aydınlatma ilkesine hizmet eder. Denetim raporunun hukuki sorumluluğa yol açması, finansal raporların bağımsız denetimden geçmesinin bu belgelerde yer alan bilgilerin güvenilirliğine katkıda bulunmasından kaynaklanmaktadır. Değerleme faaliyeti, şirket varlıklarının gerçek değerlerinin ortaya konulması açısından aydınlatıcı işleve sahiptir. Derecelendirme raporu ise şirketlerin sermaye piyasası araçlarının risklerinin ve şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyumları konusunda gösterge rolüne sahiptir<sup>1766</sup>.

### **3- Belgeleri İmzalayanlar ve Belgeler Kendi Adına İmzalanan Tüzel Kişiler**

SerPK m. 32’de sorumlu kişiler olarak “... *imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler ...*” düzenlenmiştir. Hemen belirtelim ki, bu genel belirleme izahname dışındaki bütün kamuyu aydınlatma belgelerinde geçerlidir.

---

<sup>1766</sup> Derecelendirme faaliyeti hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Sayılğan**, s. 121-141.

Derecelendirme faaliyetinin de kamuyu aydınlatma ilkesinin gerçekleştirilmesine hizmet etmek amacıyla oluşturulan bir hukuki araç olduğu hakkında bkz. **Eren, E.:** Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu, İstanbul 2010, s. 70.



Kamuyu aydınlatma belgesini imzalayanlar bizzat belgenin oluşturulma ve yayım sürecine katılan ve belgeyi imzalayarak sorumluluk altına giren gerçek kişileri ifade eder. Çalışmanın ikinci bölümünde ayrı ayrı ve kapsamlı şekilde incelendiği üzere, kamuyu aydınlatma belgesini imzalaması gereken kişiler belgenin türüne göre değişir. Yönetim kurulu finansal raporlar açısından kurul olarak sorumluluk taşır. Bunun dışındaki belgelerde ise TTK'daki esaslara uygun şekilde olmak koşuluyla yönetim ve temsil yetkisinin devri mümkündür.

Kanun koyucunun belgeyi “imzalayanlar”ın sorumluluklarını öngörmesi bu madde kapsamında sorumlu kişilerin sınırlı sayıda olmadığını göstermektedir<sup>1767</sup>. Ekleyelim ki, kamuyu aydınlatma belgesinde imzası olanlar yalnızca şirketin yönetimiyle görevli kişiler değildir. Değişik teknik alanlardaki kişilerin de kamuyu aydınlatma belgesinde imzasının olması hâlinde bu kişiler de ilgili belgenin içerdiği hukuka aykırılıklardan doğan zararlardan sorumluluk altına girer. Örneğin, şirketin avukatları, hukuk danışmanları, iç denetçileri imzalarının bulunduğu kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumludur.

SerPK m. 32 çerçevesinde sorumlu kılınan bir diğer kişi grubu “*belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler*”dir. Bu kişilerin kimler olduğu ve neden özel olarak düzenlendiği gerek Kanundan gerekse Kanunun gerekçesinden anlaşılamamaktadır. Bir tüzel kişi adına organ sıfatıyla belge imzalayan kişilerin fiil ve işlemleri bizzat tüzel kişinin işlemini ifade etmektedir. Bu takdirde, söz konusu tüzel kişinin hukuki sorumluluk altında olduğundan şüphe yoktur. Kanun koyucunun, bu düzenleme ile organ sıfatı bulunmamakla birlikte tüzel kişi adına kamuyu aydınlatma belgesini imzalayan bütün kişilerin, doğrudan adına hareket ettikleri tüzel kişiyi sorumlu kılmak amacına sahip olduğu düşünülebilir.

#### **4- SPK’nın Sorumluluğu**

Sermaye piyasasının düzenlenmesi, denetlenmesi ve gözetimi Devlet’in yetki ve sorumluluğu altındadır. Devlet söz konusu yetki ve sorumluluğunu, bu konuda yetki verdiği otorite olan SPK vasıtasıyla gerçekleştirmektedir.

SPK, 2499 sayılı mülga SerPK ile kurulan ve bu Kanunla kendisine verilen görevleri yapmak ve yetkileri kullanmak üzere kamu tüzel kişiliğini haiz, idari ve mali özerkliğe sahip bir bağımsız idari otoritedir (m. 17).

---

<sup>1767</sup> Kara, s. 143.

6362 sayılı SerPK'nın 117 ilâ 135. maddelerinde de SPK'ya ilişkin esaslar kapsamlı şekilde düzenlenmiştir. Kurul'un görev, yetki ve sorumluluklarının genel çerçevesi Kanunun 128. maddesinde hükme bağlanmıştır. Anılan maddede “*Kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla genel ve özel nitelikte kararlar almak*” SPK'nın yetkileri arasında açıkça zikredilmiştir (SerPK m. 128/1.b)<sup>1768</sup>.

Ayrıca, Kanunun değişik düzenlemelerinde Kurul'un görev, yetki ve sorumluluk alanına ilişkin düzenlemeler yer almaktadır. SerPK'nın 4 ilâ 12. maddeleri de sermaye piyasası araçlarının ihraç sürecinde Kurul'un yetki, görev ve sorumluluklarına ilişkin olmakla birlikte, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukla ilgilidir.

Hukukta yetki ve görev aynı zamanda hukuki sorumluluğu da beraberinde getireceğinden SPK'nın yetki ve görevlerine paralel şekilde hukuki sorumluluğu da mevcuttur.

SPK'nın sermaye piyasasının düzenlenmesine ve denetlenmesine yönelik bütün yetki, görev ve sorumluluklarını ayrı ayrı ele almak bu çalışmanın kapsamının dışındadır. Ancak, dikkat çekmek istediğimiz temel husus, SPK'ya bir sermaye piyasası aracının halka arzlı ihracında izahnameyi halka arsız ihraçta ise ihraç belgesini onaylama yetkisi verildiği göz önüne alınarak bu yetkisine hukuka uygun şekilde kullanmadığı takdirde kamu tüzel kişiliğini haiz bir otorite olarak Anayasa'nın 125. maddesi çerçevesinde hukuki sorumluluğunun mevcut olduğudur<sup>1769</sup>. Yukarıda da açıklandığı üzere<sup>1770</sup>, SPK'nın onay için kendisine ibraz olunan bir izahname ya da ihraç belgesini “*tutarlı*”, “*anlaşılabilir*” ve “*Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz*” olduğunun tespiti hâlinde izahnamenin onaylanmasına karar vereceği öngörülmüştür (SerPK m. 6/1; 11/1). Şu hâlde SPK tarafından onaylanmış bir izahnamenin ya da ihraç belgesinin belirtilen niteliklere uygun olmaması idarenin hizmet kusurunun varlığına yol açar<sup>1771</sup>.

---

<sup>1768</sup> Öyle ki, kamunun aydınlatılmasının sağlanması SPK'nın en önemli görevi olarak dahi nitelendirilmiştir (Üçışık/Çelik, s. 67; Okakın, s. 96, 104).

<sup>1769</sup> SPK'nın ve benzeri finansal düzenleyici otoritelerin hukuki sorumluluğu konusunda İngiltere, Almanya ve Türk hukuku çerçevesinde karşılaştırmalı bir çalışma için bkz. **Çoştan, H./Çetin, N.:** Sermaye Piyasası Kurulu ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun Hukuki Sorumluluğunun Sınırlandırılması Üzerine Bir İnceleme, Batider 2014, C. 30, S. 1, s. 79-119. Yazarlar, Alman hukukunu model olarak hukukumuzda bu sorumluluğun yargı kararlarıyla sınırlandırılabilceğini ifade etseler de, kanaatimizce Anayasa üzerinde bir değişiklik yapılmadan bunun içtihat yoluyla kabul edilebilmesi hukuk sistemimize uygun değildir.

<sup>1770</sup> Bkz. SerPK Madde Gereççeleri, m. 6. Ayrıca bkz. İkinci Bölüm-III-6-A-“Değerlendirme Kriterleri”.

<sup>1771</sup> İdarenin hizmet kusuru hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Günday, M.:** İdare Hukuku, 10. Baskı, Ankara 2011, s. 36-374.

Öte yandan, SerPK m. 6/1. fıkrasında “*İzahnamenin onaylanması, izahnamede yer alan bilgilerin doğru olduğunun Kurulca tekeffülü anlamına gelmeyeceği gibi, söz konusu sermaye piyasası araçlarına ilişkin bir tavsiye olarak da kabul edilemez.*” hükmüne yer verilmiştir. Gerçekten, SerPK ile SPK’ya izahname ve ihraç belgesinde yer alan bilgilerin doğruluğunu kontrol görevi verilmemiştir<sup>1772</sup>. Dolayısıyla bu belgelerin içerdiği bilgilerin yanlış olması SPK’yı sorumluluk altına sokmaz. Bununla birlikte, SerPK m. 6/1’de izahname ya da ihraç belgesinin onayının sermaye piyasası araçlarına ilişkin bir tavsiye olarak kabul edilemeyeceğinin belirtilmesi, sermaye piyasasında düzenleyici ve denetleyici kurumun temel görevinin kamunun aydınlatılmasını sağlamayla sınırlı olması ile ilgilidir. Dolayısıyla yatırımcılar SPK onayını bu yönde verilmiş bir Devlet güvencesi olarak yorumlamamalıdır. Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımların doğasından kaynaklı riskler açısından idari otoriteye sorumluluk yüklenmesine yol açmaz.

İzahname ve ihraç belgesi dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde ise SPK, onay makamı konumunda bulunmadığından bu tür bir sorumluluğu olmaz. Ancak bu tür belgelerinin nitelikleri ve tabi oldukları kurallar çerçevesinde SPK’nın hizmet kusuru sayılabilecek işlem ve eylemleri de bu bağlamda hukuki sorumluluk doğurur.

Önemle belirtelim ki, SPK’nın işlem ve eylemleri dolayısıyla hukuki sorumluluğunun bulunması, yatırımcılara SerPK m. 10, m. 14/2 ve m. 32 hükümleri çerçevesinde dava hakkı tanımaz. Bu düzenlemeler özü itibarıyla yatırımcıları SPK’nın işlem ve eylemlerine karşı korumaya yönelik normlar (*Schutzgesetz*) değildir. SPK’ya karşı açılacak bir sorumluluk davası, kendisine ilgili mevzuat hükümleri ile verilen görevlerin hizmet kusuru sayılacak nitelikte ihlâlden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla bu tür davalar, Anayasa’nın 125. maddesine dayanan ve 2577 sayılı İdari Yargılama Usulü Kanunu<sup>1773</sup>, na tabi olan tam yargı davalarıdır<sup>1774</sup>.

---

<sup>1772</sup> Bkz. İkinci Bölüm-III-6-A-“Değerlendirme Kriterleri”.

<sup>1773</sup> RG. 20.01.1982, S. 17580.

<sup>1774</sup> İdarenin sorumluluğunun söz konusu olabilmesi için mevcut olması gereken sorumluluk şartları ve sorumluluğun azalmasına ya da ortadan kalkmasına yol açacak nedenler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Günday**, s. 383-385.

#### IV- SORUMLULUĞUN NİTELİKLERİ

##### 1- İzahnameden Dereceli Sorumluluk

###### A- Dereceli Sorumluluğun Anlamı ve Yasal Çerçevesi

Kanun koyucu, kamuyu aydınlatma belgeleri içerisinde yalnızca izahname için dereceli (kademeli) bir sorumluluk şekli öngörmüştür. SerPK m. 10'da yer alan özel hüküm çerçevesinde, “ihraççı” birinci dereceden; “halka arz edenler”, “ihraca aracılık eden lider aracı kurum”, varsa “garantör” ve “ihraççının yönetim kurulu üyeleri” ikinci dereceden sorumlu tutulmuştur.

Sorumluluğun dereceli olması, davacı sıfatına sahip kişilerin kural olarak ihraççıyı sorumlu tutmasını; ancak, “zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde” ikinci derecede yer alan kişilerin sorumluluğuna başvurabilmesini ifade eder. Dereceli yapı, hukukumuzda izahnameden doğan sorumluluğun tipik özelliği olarak gösterilmiştir<sup>1775</sup>. İzahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde birinci ve ikinci dereceden sorumluluk şeklinde bir ayrıma gidilmemiştir<sup>1776</sup>.

Hemen belirtelim ki, izahnameden doğan sorumlulukta; bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının sorumluluğunun ayrı şekilde düzenlenmesinin en önemli hukuki sonucu özellikle izahnameden doğan sorumlulukta kendini göstermektedir. SerPK m. 10/1. fıkrası çerçevesinde ihraççı dışında kişilere gidilebilmesi, zararın ihraççıdan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması şartına bağlanmış olsa da, bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme gibi raporları hazırlayan kişilerin sorumluluğu ikinci derecede sorumlu kişilerden ayrı şekilde düzenlenmiştir<sup>1777</sup>. Dolayısıyla izahnamede yer alan bilgiler dolayısıyla bu tür kişilerin sorumluluğuna başvurulabilmesi için öncelikle ihraççıya başvurulması gerekmemektedir.

İzahnameden doğan sorumluluktaki dereceli yapı, 2499 sayılı mülga SerPK'da da mevcuttu. Bu dönemde ihraççıların birinci dereceden sorumlu tutulup aracı kurumlar için ikinci dereceden hukuki sorumluluğun düzenlenmiş olması eleştirilmiş ve aracı

---

<sup>1775</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 230.

<sup>1776</sup> *Üçışık/Çelik*, SerPK m. 32'de kamuyu aydınlatma belgeleri için dereceli sorumluluk olmaksızın bir düzenleme yapılmışken izahnameden doğan sorumlulukta dereceli yapının düzenlenmesini bir *çelişki* olarak nitelendirmekte ve bu çelişkinin belirsizliklere yol açacağını ifade etmektedir (*Üçışık/Çelik*, s. 204). Kanaatimizce mevcut hukuki durumda bir çelişki ya da belirsizlik olmayıp SerPK'nın 10. maddesinin 32. maddesine göre özel hüküm niteliğinde olmasına dayanan bilinçli ve özel bir tercih söz konusudur. Bu tercihin yerinde olup olmadığı ise aşağıda ele alınacaktır. (Bkz. Dördüncü Bölüm-IV-1-C-“Değerlendirme”).

<sup>1777</sup> **Memiş/Turan**, s. 77, 78; **Gözüyeşil**, s. 258, 259; **Urkan**, s. 287.

kurumların da ihraççılarla birlikte müteselsil sorumluluklarının öngörülmesi önerilmiştir<sup>1778</sup>. 6362 sayılı SerPK'nın Tasarı taslağında ve sonra bu çerçevede Bakanlar Kurulu tarafından oluşturulan Tasarı'da dereceli sorumluluğa yer verilmemiştir. Ancak, TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu<sup>1779</sup> ile izahnameden doğan sorumlulukta dereceli yapı oluşturulmuştur. Bu Raporda değişikliğin gerekçesine ilişkin olarak “...izahname hazırlanması işlemi açısından lider aracı kuruluş sorumluluğunun kapsamının mevcut yasadaki düzenlemeye nazaran çok fazla genişlediği, ancak bu faaliyet kapsamında esas sorumluluğun mevcut Sermaye Piyasası Kanunu'na uygun olarak ihraççıda olması ve aracı kurumların sadece kusurları kapsamında sorumluluğu bulunması gerektiği ve bunlara ihraççılardan karşılanamayan zararlar açısından rücu edilebilmesinin daha uygun bir yapı oluşturacağı gerekçesiyle birinci fıkranın yeniden düzenlenmesi suretiyle,...” açıklamasıyla yetinilmiştir.

İzahnameden doğan sorumlulukta davacı sıfatına sahip kişilerin doğrudan ikinci dereceden sorumlu kişilere başvurması hâlinde ikinci dereceden sorumlu kişilerin öncelikle ihraççıya gidilmesi gerektiğine yönelik beyanlarının hukuki niteliğinin de belirlenmesi gerekir. 2499 sayılı SerPK 7/2 bağlamında önce ihraççıya gidilmesi gerektiğine yönelik savunmanın def'i değil itiraz niteliğinde olduğu belirtilmiştir<sup>1780</sup>. 6362 sayılı SerPK'da da bu kabulden çıkmayı gerektirir herhangi bir sebep bulunmamaktadır. Dolayısıyla ihraççıya gitmeden ikinci derecedekilere gidilmesi hâlinde bu kişilerin bunu ileri sürmesi def'i değil itiraz niteliğindedir<sup>1781</sup>.

## **B- İkinci Dereceden Sorumlu Kişilere Başvurulmasının Koşulları**

Kanun koyucu, izahnameden ikinci dereceden sorumlu kişilere başvurulabilmesi için zararın ihraççıdan “*tazmin edilememesi veya tazmin edilemeyeceğinin açıkça belli olması*”nı ön koşul olarak öngörmüştür.

2499 sayılı mülga SerPK'da izahnameden doğan sorumlulukta ikinci dereceden sorumluluğu öngörülen aracı kuruluşlara yalnızca “*zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için*” başvurulabileceği düzenlenmişti. Görüleceği üzere, *zararın tazmin edilemeyeceğinin açıkça belli olması* hâlinde ikinci dereceden sorumlulara başvurulabilmesi 6362 sayılı SerPK ile hukukumuzda dahil olmuştur.

<sup>1778</sup> Ayoğlu, Halka Arz, s. 1447, 148; Ayoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 644, 645.

<sup>1779</sup> TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu, 23.10.2012, Esas No: 1/638, Karar No: 23 (<https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>).

<sup>1780</sup> İncoğlu, s. 135; Ayoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 642

<sup>1781</sup> Ayoğlu, Halka Arz, s. 145; Kara, s. 159; Uçar, s. 115. Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 440.

### a- Zararın İhraççıdan Tazmin Edilememesi

Zararın ihraççıdan tazmin edilememesi, mahkeme kararıyla varlığı belirlenen alacağın tahsili için gerekli hukuki işlemler yapılmasına rağmen yatırımcının alacağına kavuşamamasını ifade eder. İhraççı hakkında icra takibinin yapılıp İcra ve İflas Kanununun (İİK) 143. maddesinde düzenlenen *borç ödemedен aciz vesikası alınması* ya da *aciz vesikası yerine geçen belgelerden birine*<sup>1782</sup> *sahip olunması* zararın tazmin edilemediğini gösteren en temel delillerdir<sup>1783</sup>. Böyle bir durumda zarara uğrayan yatırımcılardan sadece birinin aciz vesikası alması, diğer yatırımcıların da ikinci dereceden sorumlulara başvurabilmesi için yeterlidir<sup>1784</sup>.

Hemen belirtelim ki, ihraççı tarafından konkordato mühleti alınması hâlinde, İİK m. 294 gereğince mühlet içinde borçlu aleyhine 21/7/1953 tarihli ve 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanuna göre yapılan takipler de dahil olmak üzere hiçbir takip yapılamayacağı gibi önceden başlamış takipler de durur. Ayrıca, ihraççı aleyhine ihtiyatî tedbir ve ihtiyatî haciz kararları da uygulanmaz. Hâl böyle iken, konkordato mühleti içerisinde takip yapılamaması ve borcun tahsil edilememesi dolayısıyla zararın ihraççıdan tazmin edilememesi gerekçesine dayalı olarak ikinci derecede sorumlulara gidilebileceği düşünülebilir.

### b- Zararın İhraççıdan Tazmin Edilemeyeceğinin Açıkça Belli Olması

Zararın tazmin edilemeyeceğinin açıkça belli olması ise gerekli takip işlemleri henüz yapılmamış olsa bile yapılmasına gerek olmadığının somut olayın koşullarından anlaşılabilirdiği hâllerdir.

Zararın tazmin edilemeyeceğinin açıkça belli olması durumunun ispatı için “*hakimde kanaat oluşturacak ölçüde ortaya konulması*” yeterlidir<sup>1785</sup>. Bir başka deyişle,

---

<sup>1782</sup> İcra ve İflas Kanunu m. 105/1. fıkrasına göre “*Haczi kabil mal bulunmazsa haciz tutanağı 143 üncü maddedeki aciz vesikası hükmündedir.*”. Ayrıca anılan maddenin ikinci fıkrasına göre “*İcraca takdir edilen kıymete göre haczi kabil malların kıfayetsizliği anlaşıldığı surette dahi tutanak muvakkat aciz vesikası yerine geçerek alacaklıya 277 nci maddede yazılı hakları verir.*” (Uyar, T.: Takip Hukukunda Borç Ödemedен Aciz Vesikası (İİK m. 123), TBB Dergisi 2007, S. 70, s. 346 dpn. 4, s. 350).

<sup>1783</sup> Manavgat, HAAO, s. 237; Üçışık/Çelik, s. 205; Çatakoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 123; Gözüyeşil, s. 221; Uçar, s. 116, 117.

Aciz vesikasının maddi hukuk bakımından sonuçları arasında kolektif şirketin ikinci dereceden sorumlu olan ortaklarının takibine olanak vermesinin yer aldığı hakkında bkz. Uyar, s. 353.

<sup>1784</sup> Ayoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 642; Kara, s. 159

<sup>1785</sup> Turan, s. 220.

bu konuda tam ispat ölçüsü değil, yaklaşık ispat ölçüsü kullanılır. Dolayısıyla bu durumun deliller yanında emarelerle de ispatı mümkündür.

Hemen belirtelim ki, zararın tazmin edilemeyeceğinin açıkça belli olacağı hâllerin somut bir şekilde ifade edilmemiş olması bir parça belirsizlik yaratmaktadır<sup>1786</sup>. Kuşkusuz, hakimın takdir yetkisi söz konusu olacaktır<sup>1787</sup>. Bu açıdan tazminat talepleri ile ihraççının malvarlığı arasında bir karşılaştırma yapılabileceği ancak bu karşılaştırma sonucunun tek başına dikkate alınmaması gerektiği; ihraççının borç ödeme yeterliliğinin ölçülmesi yoluyla bir sonuca varılabileceği dile getirilmiştir<sup>1788</sup>.

Ayrıca belirtelim ki, kanun koyucu izahnameden doğan ikinci dereceden sorumlulukta TTK’da kollektif şirket ortaklarının ikinci dereceden sorumlulukları ile ilgili 237. maddesinde öngörülen esaslara somut olarak yer vermemiştir. Öğretide, ikinci dereceden sorumlu kişilere başvuru açısından TTK m. 237/1. fıkrasında yer verilen “*şirkete karşı yapılan icra takibi semeresiz kalmış veya şirket herhangi bir sebeple sona ermiş*” olmasına ilişkin kriterlerin izahnameden doğan sorumlulukta da kıyasen uygulama alanına sahip olduğu ifade edilmiştir<sup>1789</sup>.

### c- İhtiyati Haciz İstenip İstenemeyeceği

İhtiyati haciz, alacaklının bir para alacağının ilerideki icrasını güvence altına alabilmek için mahkeme kararı ile borçlunun mallarına önceden el konulmasını ifade eder<sup>1790</sup>. İhtiyati haciz istenebilmesinin koşulları genel olarak İİK m. 257’de düzenlenmiştir<sup>1791</sup>. Vadesi henüz gelmemiş alacaklar için ihtiyati haciz istenebilmesi

---

<sup>1786</sup> Üçışık/Çelik, s. 204, 205.

<sup>1787</sup> Örneğin, ihraççının borca batık olduğunun somut olarak ortaya koyulabildiği hâllerde ikinci derecede sorumlu kişilerden istenebilmesi için şirketin iflâsının ya da sona ermesinin istenmiş olmasına tasfiye sonucunu beklemeye gerek olmaması gerektiği ifade edilmektedir (Manavgat, HAAO, s. 237; Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 127, 128; Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 439; Gözüyeşil, s. 221).

<sup>1788</sup> Gözüyeşil, s. 221.

<sup>1789</sup> Kara, s. 159.

2499 sayılı mülga SerPK döneminde bu konuda kollektif şirket ortaklarının şirket borçlarından sorumluluğuna ilişkin 6762 sayılı TTK m. 179/1. fıkrasının kıyasen uygulanması gerektiği ve bu bağlamda ihraççı şirkete karşı yapılan takibin semeresiz kalması ya da ihraççı şirketin sona ermesi durumunda aracı kurumların sorumluluğuna başvurulabileceği dile getirilmişti (Arı, s. 83; Ayoğlu, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 642).

<sup>1790</sup> Arslan, R./Yılmaz, E./Taşpınar Ayvaz, S./Hanağası, E.: İcra ve İflâs Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2019, s. 426.

<sup>1791</sup> “Rehinle temin edilmemiş ve vadesi gelmiş bir para borcunun alacaklısı, borçlunun yedinde veya üçüncü şahısta olan taşınır ve taşınmaz mallarını ve alacaklariyle diğer haklarını ihtiyaten haczettirebilir. Vadesi gelmemiş borçtan dolayı yalnız aşağıdaki hallerde ihtiyati haciz istenebilir:

kural olarak mümkün değildir<sup>1792</sup>. Ancak, istisnai olarak İİK m. 257’de sayılan koşulların varlığı hâlinde ya da kanunda yer alan özel bir düzenleme çerçevesinde vadesi gelmiş bir alacak söz konusu olmasa bile ihtiyati haczin istenebilmesi mümkün olur.

TTK m. 237/2’de yer bulan ikinci dereceden sorumlu olan ortakların mallarına ihtiyati haciz konulması imkânına SerPK’da yer verilmemiştir. Bu durum öğretide haklı olarak eleştirilmiş ve bir eksiklik olarak değerlendirilmiştir<sup>1793</sup>. TTK m. 237/2’nin ayırt edici yönü henüz ikinci dereceden sorumlulara başvuru şartları gerçekleşmeden sorumlu kişilerin mallarına ihtiyati haciz uygulanmasına izin verilmesidir<sup>1794</sup>. İzahnameden doğan hukuki sorumlulukta ikinci dereceden sorumlulara gidilebilmesi için gereken koşulların sağlanması sürecinin uzaması, bu kişilerin hukuki sorumluluk tehdidi altında bulundukları sürede alacaklıdan mal kaçırmaya yönelik eylemlere başvurması rizikosunu beraberinde getirmektedir. TTK m. 237/2’deki imkânın izahnameden doğan sorumlulukta kıyasen uygulanabilmesinin mümkün olduğu düşünülebilir. Ancak, İcra İflas Hukukunda geçerli kanunilik ilkesi<sup>1795</sup> gereğince bunun mümkün görülmemesi gerekir. Zira icra hukukunda bireylerin mutlak haklarına bir sınırlama söz konusu olduğu için bu tür müdahalelerin Anayasa’nın 13. maddesi çerçevesinde kanun hükmüne dayanması şarttır<sup>1796</sup>. Bu çerçevede, cebri icra yollarında olduğu gibi cebri icra tedbirlerinde de kanunilik ilkesine uygun hareket edilmesi zorunludur<sup>1797</sup>.

Unutmamak gerekir ki, SerPK’da kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk için özel olarak düzenlenmese de, İİK m. 257’nin yukarıda belirtilen genel şartlarının varlığı hâlinde ihtiyati haciz kararı alınabilmesi mümkündür.

### C- Değerlendirme

İzahnameden doğan hukuki sorumlulukta dereceli yapının öngörülmüş olması yerinde olup olmadığı üzerinde özel olarak düşünülmesi gereken bir tercihtir. Öğretide bizim de katıldığımız hâkim görüşe göre, dereceli sorumluluk sistemi yatırımcının

---

1- Borçlunun muayyen yerleşim yeri yoksa;

2-Borçlu taahhütlerinden kurtulmak maksadiyle mallarını gizlemeğe, kaçırmağa veya kendisi kaçmağa hazırlanır yahut kaçır ya da bu maksatla alacaklının haklarını ihlâl eden hileli işlemlerde bulunursa;<sup>(1)</sup> Bu suretle ihtiyati haciz konulursa borç yalnız borçlu hakkında muacceliyet kesbeder.”.

<sup>1792</sup> Arslan/Yılmaz/Taşpınar Ayvaz/Hanağası, İcra ve İflas Hukuku, s. 427.

<sup>1793</sup> Manavgat, HAAO, s. 237; Manavgat, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 127. Aynı yönde, Uçar, s. 94.

<sup>1794</sup> Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), I, s. 245.

<sup>1795</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. Özkes, M.: İcra Hukukunda Temel Haklar ve İlkeler, Ankara 2009, s. 89-93.

<sup>1796</sup> Özkes, s. 90.

<sup>1797</sup> Özkes, s. 92.



korunması ilkesiyle bağdaşmamaktadır<sup>1798</sup>. Nitekim izahnamenin onaylanması sisteminin kaynağını oluşturan İzahname Direktifi'nde daha sonradan bunun yerini alan İzahname Tüzüğü'nde bulunmadığı gibi izahnameden doğan hukuki sorumluluk hükümlerimizin esinlenildiği ABD ve Alman hukukunda da bu yönde bir düzenleme yer almamaktadır.

Zarar görenlerin ihraççıya dava açmaları ve bu süreçten sonuç alamamalarının beklenmesi, bu kişilerin ikinci dereceden sorumlulardan zararlarını tazmin edebilme ihtimalini zayıflatmaktadır. Bu durum, neredeyse hukuki sorumsuzluğa yol açabilecek bir tehlikeyi içermektedir<sup>1799</sup>.

Kuşkusuz, herkes için birinci dereceden sorumluluğun öngörülmesinin de bir sorumluluk maliyeti olacaktır. Ancak, kusur sorumluluğunun benimsenmiş olması ve zararın meydana gelmesinde kast veya ağır ihmali bulunmadığını ispatlayan kişilerin sorumluluktan kurtulma imkânına sahip olması, hukuki sorumluluk rizikosunun hakkaniyetli bir seviyeye gelmesini sağlar.

Sonuç olarak, hükmün uygulanışı bu şekilde olmakla birlikte kanun koyucunun yabancı ülke hukuklarında da benimsenmeyen bu konudaki tercihini gözden geçirmesi gerektiği kanaatindeyiz. Daha önce de ifade edildiği gibi<sup>1800</sup>, birinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukla ikinci el piyasa kamuyu aydınlatma belgeleri arasında bazı farklılıklar yaratılmasının haklı gerekçeleri olabilir<sup>1801</sup>. Ancak, izahnameden doğan sorumlulukta dereceli sisteme yönelik yapılan bu tercihin isabetli olduğunu söyleyebilmek güçtür.

## 2- Müteselsil Sorumluluk

### A- Genel Olarak

Müteselsil sorumluluk, bölünebilen bir edimden birden fazla kişinin borcun tamamı için asıl borçlu sıfatıyla birlikte sorumlu olmasını ve borçlu konumunda bulunan

---

<sup>1798</sup> Aynı yönde **Manavgat**, HAAO, s. 237; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 127; **Kara**, s. 160, 161; **Uçar**, s. 93, 117; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 441.

*Turan* ise ihraççının birinci derecede sorumlu tutulmasının adil ve olması gereken çözüm olduğunu belirtmiştir (**Turan**, s. 203).

<sup>1799</sup> **Manavgat**, HAAO, s. 237; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 127. Aynı yönde **Uçar**, s. 117.

<sup>1800</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-II-1-A-“Yasal Çerçeve”.

<sup>1801</sup> İzahnameden doğan sorumlulukta yatırımcıya sermaye piyasası araçlarını iade hakkının tanınması ve izahnameden doğan sorumlulukta farklılaştırılmış teselsül esası bu hâllere örnek olarak gösterilebilir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-C-b-cc-ddd-“İzahname ve İhraç Belgesinden Doğan Hukuki Sorumlulukta İade Hakkının Tanınması Önerisi” ve Dördüncü Bölüm-IV-2-B-“İzahnameden Doğan Sorumlulukta İkinci Dereceden Sorumluların Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Müteselsil Sorumluluk”.

kişilerden biri ya da birkaçı tarafından ifa edilmekle diğer borçlular bakımından da borcun sona ereceği borçluluk türünü ifade eder<sup>1802</sup>. Sorumluluk hukukunda genel kural kısmi borçluluk olup müteselsil sorumluluğun söz konusu olması için kanunda açıkça düzenlenmesi ya da sözleşmeyle öngörülmesi gerekmektedir.

Kanun koyucu, SerPK m. 32/1. fıkrasında kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu kişilerin müteselsil sorumluluğunu açıkça öngörmüştür. Bu bağlamda, kaynağını kanundan alan bir müteselsil sorumluluk öngörülmüştür. Söz konusu hüküm yatırımcıları daha kapsamlı bir hukuki koruma altına almaya ve piyasanın fonksiyonlarını korumasına yönelik emredici bir düzenleme olup aksi taraflarca kararlaştırılamaz. Nitekim, SerPK m. 32/7. fıkrasına göre sorumluluğu sınırlandıran anlaşmalar geçersizdir<sup>1803</sup>.

SerPK m. 32/1. fıkrası ile öngörülen müteselsil sorumluluk, hukuki niteliği itibarıyla üçüncü kişilere karşı geçerli olarak hukuki sonuç doğurur. Sorumluluk hukukunda sorumluluğun adil şekilde paylaşılması gerekliliği esastır<sup>1804</sup>. Bu çerçevede, sorumlu kişiler kusurlarının derecesine göre iç ilişkide birbirlerine rücu hakkına sahiptir<sup>1805</sup>. Sorumlu kişilerin kendi aralarında yaptıkları anlaşmalar iç ilişkide geçerli olsa da, zararının giderilmesini talep eden kişilere karşı hüküm ifade etmemektedir<sup>1806</sup>.

Müteselsil sorumluluğun öngörülmüş olmasının en önemli sonucu yatırımcılara şirket dışındaki sorumlu kişilere de doğrudan başvuru imkânı sunmasıdır. Bu durum bir taraftan yatırımcıların zararlarını tazmin ettirebilmeleri için daha fazla güvence sağlanması anlamına gelmekte diğer taraftan yatırımcıya sorumlular arasında seçim imkânı tanımaktadır. Bu yönüyle, özellikle zarar gören yatırımcıların hâlihazırda şirket ortağı olduğu durumlarda, söz konusu kişilerin zararlarını şirkete tazmin ettirdiklerinde bunun şirket üzerinde yaratacağı olumsuz sonuçların doğmaması için zararın doğmasında kusuru bulunan diğer sorumlu kişilere başvurma imkânı vermektedir. Bu yönüyle müteselsil sorumluluk, yatırımcının korunması ilkesine hizmet etmektedir.

---

<sup>1802</sup> Akıntürk, T.: Müteselsil Borçluluk, Ankara 1971, s. 25, 29-41.

<sup>1803</sup> “Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu hafifleten ya da kaldıran anlaşmalar, hüküm veya ifadeler geçersizdir”. Ayrıntılı bilgi için bkz. Dördüncü Bölüm-V-“Sorumluluk Anlaşmalarının veya Buna İlişkin Kayıtların Geçersizliği”.

<sup>1804</sup> Baysal, s. 9, 10.

<sup>1805</sup> Kara, s. 154.

<sup>1806</sup> Assmann, WpPG, s. 643.

## B- İzahnameden Doğan Sorumlulukta İkinci Dereceden Sorumluların Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Mütessesil Sorumluluk

SerPK m. 10’da ikinci dereceden sorumlu olan halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyelerinin “...kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu...” olduklarının ifade edilmesinin, bu kişilerin sorumluluğunun *farklılaştırılmış teselsül* niteliğinde<sup>1807</sup> olduğunun kabul edilmesine yol açmıştır<sup>1808</sup>. Gerçekten, bu ifade SerPK m. 32’de bütün kamuyu aydınlatma belgeleri için mütessesil sorumluluğun öngörülmesi ile bir arada düşünüldüğünde, kanun koyucunun farklılaştırılmış mütessesil sorumluluğu benimsediğinde şüphe yoktur.

Hemen belirtelim ki, farklılaştırılmış teselsül esası ihraççının sorumluluğunu etkilemez. Keza bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar da farklılaştırılmış teselsül esasının dışında tutulmuştur.

Farklılaştırılmış teselsül esası (*differenzierte Solidarität*), 6102 sayılı TTK’da yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu ile hukukumuzda dahil olmuştur<sup>1809</sup>. Bu tercihin kaynağı İsviçre Borçlar Kanunu’nun 1991 reformuyla son halini alan 759. maddesidir<sup>1810</sup>.

Farklılaştırılmış teselsül, birden fazla sorumlu kişiden her birinin işlem ve eylemlerinin doğan zarara etkisi dikkate alınarak sorumlu oldukları miktarın belirlenmesini ifade eder<sup>1811</sup>. Bu bağlamda, kusurun derecelendirilmesine yönelik olarak iç ilişkide ileri sürülmesi mümkün olan hususların dış ilişkide de ileri sürülmesi imkânı

<sup>1807</sup> Bu durumda sorumluluğun farklılaştırılmış teselsül olmasının sorumluluğunun niteliğini değil kapsamı ifade ettiği hakkında bkz. **Turan**, s. 208.

<sup>1808</sup> **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 43; **Odman Boztosun**, s. 152, 153; **Kara**, s. 158; **Manavgat**, HAAO, s. 235; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 126; **Çatakoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 127; **Özkorkut**, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 180, 181; **Ay Kaplan**, Ü.: Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Gözetim Görevi, Ankara 2017, s. 199; **Turan**, s. 205, 208, 212; **Memiş/Turan**, s. 77,78; **Uçar**, s. 110; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 374; **Gözüyeşil**, s. 277, 278.

<sup>1809</sup> 6098 sayılı TBK’nın TBMM’ne sunulan Tasarısında farklılaştırılmış teselsüle ilişkin bir hükme (m. 60/3) yer verilmiş olsa da, Kanun Meclis’ten geçerken bu düzenleme kabul edilmemiştir [Bkz. **Helvacı, M.:** Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2013/2 (Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu 26.10.2013), s. 81, dpn. 4].

<sup>1810</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 557.

<sup>1811</sup> **Akdağ Güney**, Hukuki Sorumluluk, s. 227; **Kendigelen**, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, s. 465; **Helvacı**, Farklılaştırılmış Teselsül, s. 88; **Göktürk, K./Can, M. Ç.:** Farklılaştırılmış Teselsülün - Özellikle- Dış İlişki Bakımından Anlamı ve Bankacılık Kanununun Şahsi İflas Sorumluluğu ile Karşılaştırılması, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2011, C. 2, S. 2, s. 249.

doğar<sup>1812</sup>. Şu hâlde, sorumlu kişiler, bireysel indirim sebeplerini ileri sürebilecek ve kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olacaklardır. Hâkim, kusur ve illiyet bağının zarara etkisi ile diğer indirim sebeplerini de dikkate alacaktır<sup>1813</sup>. Sonuç olarak, her bir sorumlunun tek başına sorumluluğuna gidilseydi ne kadar sorumlu olacak ise o miktarla sorumlu tutulması vasıtasıyla sorumlu kişilerin sorumluluk miktarına ilişkin bir sınır getirilmiş olmaktadır<sup>1814</sup>. Bu sınır belirlenirken bir başka deyişle sorumluluğun paylaşımı yapılırken %100’e ulaşacak oransal bir paylaşırma yapılması şart değildir.

Her ne kadar TTK m. 557/2. fıkrasındaki<sup>1815</sup> gibi bir hükme SerPK’da açıkça yer verilme de, davacının birden fazla sorumluyu bir arada dava etmesi mümkündür. Zira bu durum, farklılaştırılmış teselsülün temel bir özelliğidir<sup>1816</sup>. Dolayısıyla TTK m. 557/2. fıkrası izahnameden doğan sorumlulukta kıyasen uygulama alanına sahiptir. Bu şekilde, zarar gören yatırımcı, kusur ve zarardan kimin ne oranda sorumlu olduğuna dair hesap yaparak dava açma zorunluluğundan kurtulmaktadır; hâkim aynı davada her bir davalının tazminat borcunu belirlemekle yükümlüdür. Bu durum kamuyu aydınlatma belgelerindeki tazminat miktarının hesabına ilişkin önerimizle de uyumludur<sup>1817</sup>.

Bununla birlikte, farklılaştırılmış teselsül ilkesinin sunduğu bu olanak sayesinde, davacının birden fazla kişi hakkında sorumluluk davası açması hâlinde bütün davalılar tek bir davalı gibi düşünülmektedir<sup>1818</sup>. Bu durumda, davanın bazı davalılar hakkında

---

<sup>1812</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 557. Ayrıca bkz. **Akdağ Güney**, Hukuki Sorumluluk, s. 227; **Kendigelen**, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, s. 465; **Helvacı**, Farklılaştırılmış Teselsül, s. 84; **Göktürk/Can**, s. 254.

<sup>1813</sup> **Akdağ Güney**, Hukuki Sorumluluk, s. 227; **Kendigelen**, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, s. 465; **Helvacı**, Farklılaştırılmış Teselsül, s. 88; **Göktürk/Can**, s. 249.

<sup>1814</sup> **Akdağ Güney**, Hukuki Sorumluluk, s. 227; **Helvacı**, Farklılaştırılmış Teselsül, s. 85; **Göktürk/Can**, s. 259, 260.

<sup>1815</sup> “Davacı birden çok sorumlu kişiyi zararın tamamı için birlikte dava edebilir ve hâkimin aynı davada her bir davalının tazminat borcunu belirlemesini isteyebilir”.

<sup>1816</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 557. Ayrıca bkz. **Kendigelen**, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, s. 465; **Helvacı**, Farklılaştırılmış Teselsül, s. 87, 90; **Göktürk/Can**, s. 260.

<sup>1817</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-I-4-C-b-cc-ccc-“Tazminatın Belirlenmesinde Türk Borçlar Kanunu’nun m. 50/2. ile m. 51/1. Fıkralarından Yararlanılması Önerisi”.

<sup>1818</sup> Bkz. TTK Madde Gerekçeleri, m. 557. Ayrıca bkz. **Akdağ Güney**, Hukuki Sorumluluk, s. 240; **Kendigelen**, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, s. 465; **Helvacı**, Farklılaştırılmış Teselsül, s. 91; **Göktürk/Can**, s. 262.

reddedilmesi ya da kısmen kabulü, davacının aleyhine yargılama giderlerine karar verilmesine engel olmaktadır<sup>1819</sup>.

Ayrıca belirtelim ki, kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk hükümlerimizin dayanağı olan ABD ve Alman hukukunda farklılaştırılmış teselsül değil müteselsil sorumluluk esası benimsenmiştir. Keza AB'nin İzahname Yönergesi ve İzahname Tüzüğü'nde de farklılaştırılmış teselsüle dair bir hüküm bulunmamaktadır. Bu durum hukukumuzdaki tercihin isabeti konusunda bir soru işareti yaratmaktadır. Ancak, kanaatimizce Türkiye gibi sermaye piyasasında bilgiden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin hak arama özgürlüğü kültürünün henüz yeterince gelişmediği bir piyasada farklılaştırılmış teselsül esası yerinde bir tercih olarak görülebilir.

Farklılaştırılmış teselsül esasının, müteselsil sorumluluğa göre dış ilişkide sorumluluğu hafiflettiğinde kuşku yoktur. Ancak, yine de farklılaştırılmış teselsül esasının, farklı uzmanlık alanlarını içinde barındıran izahnamenin hazırlanması sürecinde sorumlu kişilerin birbirlerinin hatalarından sorumlu olmamalarını sağlamaları açısından somut olay adaleti açısından daha rasyonel bir tercih olduğu söylenebilir. İzahnamedeki yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilendirmelerde tazmini gereken zarar miktarlarının genellikle çok yüksek olması muhtemeldir. Bu tür bir zararda bir kişinin verdiği zarardan fazlasını gidermek zorunda bırakılması da sorumluluğun adil paylaşımı ilkesine uygun değildir. Bu çerçevede, izahnameden doğan sorumlulukta ihraççı dışındaki kişilerin farklılaştırılmış teselsül esasına göre sorumlu tutulmasının somut olay adaletine daha fazla hizmet ettiği söylenebilir.

### **C- Finansal Raporlardan Doğan Sorumlulukta Yönetim Kurulu Üyelerinin Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Müteselsil Sorumluluk**

SerPK m. 14/2. fıkrasının ilk cümlesinde “*Finansal tablo ve raporların birinci fıkra da yer aldığı şekilde Kurulca belirlenen düzenlemelere uygun olarak hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan ihraççı ile kusurlarına ve durumun gereklerine göre ihraççının yönetim kurulu üyeleri sorumludur.*” ifadesine yer verilmiştir.

---

<sup>1819</sup> Bkz. TTK Madde Gereklileri, m. 557. Ayrıca bkz. **Akdağ Güney**, Hukuki Sorumluluk, s. 240; **Kendigelen**, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, s. 465; **Helvacı**, Farklılaştırılmış Teselsül, s. 91; **Göktürk/Can**, s. 262.

Görüleceği üzere, bu hükümde de finansal raporlar için farklılaştırılmış teselsül esası benimsenmiştir<sup>1820</sup>. Farklılaştırılmış teselsül konusunda yukarıda ifade edilenler<sup>1821</sup> finansal raporlardan yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu konusunda da geçerlidir.

Önemle belirtelim ki, bu düzenleme ile 6102 sayılı TTK'daki sorumluluk yaklaşımıyla uyumlu bir esasın benimsenmesi<sup>1822</sup> doğru olmuştur. Zira, yukarıda da açıklandığı gibi<sup>1823</sup>, finansal raporların düzenlenmesi ve yönetim kurulunun devredilemez ve vazgeçilemez görev ve yetkileri arasında olup olmadığı bir parça belirsizlik arz etse de, yönetim kurulunun sorumluluğu altında bir konudur. Yönetim kurulunun devredilemez ve vazgeçilemez görev ve yetkilerinin temel özelliği bizzat ve şahsen yönetim kurulu üyelerinin yapması zorunlu olmasa da, sonuçlarından yönetim kurulunun sorumlu olmasıdır<sup>1824</sup>. TTK m. 71 uyarınca tacirin finansal tabloları imzalaması esasının, bunun gerekli nisabı da sağlayan bir yönetim kurulu kararı şeklinde neticelendirilmesi zorunluluğunu beraberinde getirdiği kabul edilmektedir<sup>1825</sup>. Finansal raporların hazırlanması işlevsel olarak yönetim kurulunun kurul organ olarak hesap verme borcunun da ifası anlamını taşır<sup>1826</sup>.

Nitekim, SerPK m. 14/2'de yönetim kurulunun, bu maddede belirtilen kapsamda hazırlanacak finansal tablo ve raporların kabulüne dair ayrı bir karar almasının gerekli olduğu düzenlenmiştir. Anılan düzenlemede ayrıca finansal tablo ve raporlarla ilgili olarak bunları hazırlayan ortaklık yöneticileri ile birlikte sorumlu yönetim kurulu üyelerinin kamuya yapacakları bildirimlerde finansal tablo ve raporların gerçeğe uygunluğu ve doğruluğu konusundaki beyanlarına yer verilmesinin de zorunlu olduğu ifade edilmiştir.

Son olarak belirtelim ki, ara dönem finansal tablolarının gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olması nedeniyle dağıtılan kâr payı avansının doğru olmamasıyla sınırlı

<sup>1820</sup> **Özkorkut**, Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi, s. 163.

<sup>1821</sup> Bkz. Dördüncü Bölüm-IV-2-B-“İzahnameden Doğan Sorumlulukta İkinci Dereceden Sorumluların Tabi Olduğu Farklılaştırılmış Mütelsil Sorumluluk”.

<sup>1822</sup> “...finansal tablo ve raporların Türkiye Muhasebe Standartları çerçevesinde Kurulca belirlenen finansal raporlama standartlarına uygun olarak hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan ihraççı ile kusurları oranında ve şirket yönetimindeki somut konuları çerçevesinde yönetim kurulu üyelerinin sorumlu olacağı düzenlenmiştir. Bu düzenleme, 6102 sayılı Kanundaki sorumluluk yaklaşımına da paraleldir...” (Bkz. SerPK Madde Gerekçeleri, m. 14).

<sup>1823</sup> Bkz. İkinci Bölüm-IV-5-“Finansal Raporların Hazırlanması ve Yayımında Görev ve Yetki”.

<sup>1824</sup> **Helvacı**, Farklılaştırılmış Teselsül, s. 80.

<sup>1825</sup> **Kırca (Şehirli/Manavgat)**, s. 548.

<sup>1826</sup> Yönetim kurulu faaliyet raporu için yapılan aynı yönde değerlendirme için bkz. **Ayoğlu**, Yıllık Faaliyet Raporu, s. 45, 46.

olarak öngörülen<sup>1827</sup> hukuki sorumlulukta da yönetim kurulu üyeleri ve bağımsız denetim kuruluşlarının “kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar şahsen kendilerine yükletilebildiği ölçüde” hukuki sorumluluk altında oldukları öngörülmüştür.

## V- SORUMSUZLUK ANLAŞMALARININ VEYA BUNA İLİŞKİN KAYITLARIN GEÇERSİZLİĞİ

SerPK m. 32/7. fıkrasında “Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu hafifleten ya da kaldıran anlaşmalar, hüküm veya ifadeler geçersizdir.” hükmüne yer verilmiştir. Bu düzenleme, TBK m. 115’in özel bir görünüm şeklidir<sup>1828</sup>. ABD’de 1933 tarihli Kanunun sec. 14 hükmünde Almanya’da ise WpPG § 16. paragrafında aynı yönde özel düzenlemelere yer verilmiştir.

Sorumsuzluk anlaşmalarının geçersizliğine yönelik SerPK m. 32/7. fıkrası izahnameden doğan hukuki sorumluluk açısından da genel hüküm olarak geçerlidir. Halka arzlı ihraçlarda onaylı izahname yayımı halka arsız ihraçlarda ise ihraç belgesi düzenlenmesi ve onaylanması yükümlülüğüne aykırı harekette ihraççı ya da halka arz edenin sorumlu olmayacağına yönelik kayıtlar da SerPK m. 32/7 kapsamında kesin olarak hükümsüzdür. Esasen bu türden bir anlaşma SerPK’da sevk edilmiş özel bir hüküm olmasaydı dahi Kanunun emredici hükümlerine, ahlaka ve kamu düzenine de aykırı olduğu açık olduğundan TBK m. 27 çerçevesinde yine kesin hükümsüzlük yaptırımına tabi olurdu.

Sorumsuzluk anlaşmaları ayrı bir anlaşma olabileceği gibi ilgili belgenin içinde bir sorumsuzluk klozu şeklinde de (*indemnification clauses*) karşımıza çıkabilir. Keza, aracılık sözleşmesinde ya da konsorsiyum sözleşmesinde bulunabilir<sup>1829</sup>. Her iki durumda da söz konusu kayıtlar geçersizdir. Bu hükmün, emredici bir hüküm olduğuna hiçbir kuşku yoktur<sup>1830</sup>.

Görüleceği üzere, sorumluluğu kaldıran anlaşmaların yanı sıra sorumluluğu sınırlandıran anlaşmalar da hükmün kapsamındadır. Bu sınırlandırma kişi, konu ya da miktar itibarıyla yapılmak istenebilir. Ancak, bu türden anlaşmaların dış ilişkide ileri sürülebilmesi mümkün değildir. Aksi takdirde, kamuyu aydınlatma ilkesi ve sorumluluk

<sup>1827</sup> Bkz. Üçüncü Bölüm-II-1-D-“İzahname Dışındaki Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk”.

<sup>1828</sup> Bu düzenlemenin TBK m. 115/3. fıkrasının özel bir görünüm şekli olduğu hakkında bkz. **Rüzgâr**, s. 867; **Meral**, Hukuki Sorumluluk, s. 476.

<sup>1829</sup> **Kara**, s. 155.

<sup>1830</sup> **Kara**, s. 155.

hükümlerinden beklenen fayda ortadan kalkacağı gibi yatırımcıların korunması ilkesi de içi boş bir kavrama dönüşür.

Öte yandan, bu tür anlaşmaların zarardan sorumlu kişiler arasındaki iç ilişkide geçerli oldukları ifade edilmiştir<sup>1831</sup>. Bu bakımdan ihraççı ile yönetim kurulu üyeleri yahut aracı kurum arasındaki rücu ilişkisine etki eder şekilde sorumsuzluk anlaşması yapılabileceği düşünülebilir. Kanaatimizce sorumsuzluk anlaşmaları, niteliği gereği iç ilişkiye ilişkin bir husus değildir. Anılan taraflar arasındaki söz konusu belirlemeler aralarındaki mevcut hukuki ilişkiye dairdir.

Sorumsuzluk anlaşmalarının kabul edilmediği durumlarda bu tür anlaşmaların yapılmasının önüne geçen üstün bir bireysel ya da kamusal menfaat söz konusudur<sup>1832</sup>. Sermaye piyasası hukukunda sorumsuzluk anlaşmalarına izin verilmesinin önüne geçen hususların başında yatırımcının hukuki menfaatlerinin korunması gerekliliği ile piyasanın güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması amacı (SerPK m. 1) gelmektedir. Bununla birlikte, öğretide sorumsuzluk anlaşmalarının aleyhinde olmak üzere ileri sürülen kusur sorumluluğunun zararı önleyici fonksiyonunu ortadan kaldırması<sup>1833</sup> ile kamunun menfaatlerinin ihlâl edilecek olması kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta bu tür anlaşmaların kabul edilmemesinin diğer sebepleri olarak ifade edilebilir.

## VI- ZAMANAŞIMI

SerPK m. 32/6. fıkrasına göre “*Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan tazminat talebi, dördüncü fıkradaki zararın meydana geldiği tarihten itibaren altı ay içinde zamanaşımına uğrar.*” Bu düzenlemeyle izahname de dahil olmak üzere bütün kamuyu aydınlatma belgeleri özel zamanaşımına tabi tutulmuştur. SerPK m. 32/6 emredici nitelikte ticari bir hükümdür. Bu bağlamda, tarafların iradeleri ile değiştirilmesi mümkün değildir (TTK m. 6).

Zamanaşımı süresinin başlangıcı açısından “*dördüncü fıkradaki zararın meydana geldiği tarih*” esas alınmış; zarara sebep olanın öğrenilmesi unsuruna ise yer verilmemiştir. Bu düzenlemeye göre zamanaşımı, ters işlemin yapılma tarihinde işlemeye başlar<sup>1834</sup>. Önemle belirtelim ki, kanun koyucunun bu düzenlemede SerPK m. 32/4’e atıf

<sup>1831</sup> Çetin/Töremiş/Cantimur, s. 43; Uçar, s. 131; Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 476.

<sup>1832</sup> Sorumsuzluk anlaşmalarının aleyhindeki fikirler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Akman, G. S.: Sorumsuzluk Anlaşması, İstanbul 1976, s. 16, 17.

<sup>1833</sup> Akman, s. 17.

<sup>1834</sup> Adıgüzel, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 122; Meral, Hukuki Sorumluluk, s. 481.



yapmış olması kamuyu aydınlatma belgelerinden zararın doğumu için ters işlemin yapılmış olması zorunluluğunun öngörüldüğü anlamına gelmez. Nitekim, öğretide *Gözüyeşil*'in de izahnameden doğan sorumluluk bağlamında isabetle ifade ettiği üzere, Kanunda bir taraftan sermaye piyasası aracının satışı ile zamanaşımı süresinin başlayacağı öngörülmüş diğer taraftan satış gerçekleşmediği müddetçe zararın gerçekleşmeye devam ettiğinden bahisle sürenin başlamayacağı kabul edilmiştir<sup>1835</sup>.

Zamanaşımının süresi konusunda farklı ülkeler 6 ayla 30 yıl arasında değişen farklı tercihlerde bulunmuşlardır<sup>1836</sup>. ABD hukukunda 1933 tarihli Kanun sec. 13 gereği izahnamedeki bilgilerin gerçek dışı olduğunun öğrenilmesinden itibaren bir yıl ve her hâlde halka arzdan itibaren üç yıl içerisinde zamanaşımına uğraması kabul edilmiştir. İkinci el piyasada kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun düzenlendiği 1934 tarihli Kanunda ise bu konuda herhangi bir zamanaşımı süresi öngörülmemiştir. Almanya'da ise özel durum açıklamalarından doğan sorumlulukta öğrenilmeden itibaren bir yıl ve her hâlde üç yıllık zaman aşımı süresi geçerli kabul edilmektedir<sup>1837</sup>. Bu süre, ülkelerin bu yöndeki farklı tercihleri göz önüne alındığında makul bir orta yol olarak değerlendirilmektedir<sup>1838</sup>.

Türk kanun koyucusunun bu alandaki hak arama özgürlüğünü geliştirmeye yönelik genel yaklaşımı göz önüne alındığında, altı aylık süre oldukça kısadır<sup>1839</sup>. Şu hâlde, en az bir yıllık bir zamanaşımı süresinin öngörülmesi yerinde olacaktır.

SerPK m. 32/6 ile öngörülen altı aylık zamanaşımı süresinin bu Kanun kapsamındaki taleplerle sınırlı olup genel hükümlere dayanan talepler açısından TBK'da yer alan süreler geçerlidir<sup>1840</sup>. Kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğa yönelik tek hüküm dışında bir düzenlemeye yer verilmeyen mülga 2499 sayılı SerPK'de zamanaşımı konusunda özel bir belirleme bulunmamaktaydı. Bu dönemde izahnameden doğan sorumlulukta haksız fiil zamanaşımı süresinin uygulanması kabul edilmiştir<sup>1841</sup>. Pozitif

---

<sup>1835</sup> **Gözüyeşil**, s. 312, 313.

<sup>1836</sup> En kısa süre olarak altı ayla Portekiz, en uzun süre olarak otuz yılla Lüksemburg karşımıza çıkmaktadır (**Hopt**, Die Haftung für Kapitalmarktinformativen, s. 108).

<sup>1837</sup> **Fleischer**, Kapitalmarktkommunikation, s. 421.

<sup>1838</sup> **Hopt**, Die Haftung für Kapitalmarktinformativen, s. 108.

<sup>1839</sup> 6362 sayılı SerPK'nın kanunlaşma sürecinde SPK tarafından kamuoyunun görüşüne açılan Tasarı Taslağı'nda bu süre üç ay olarak belirlenmişti (m. 32/5). Bu süre, Bakanlar Kurulu tarafından TBMM'ye sunulan Tasarı'da altı aya çıkarılmıştır.

<sup>1840</sup> **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 42, 43; **Manavgat**, HAAO, s. 260, 261; **Manavgat**, Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına, s. 131; **Keskin**, s. 115, 116.

<sup>1841</sup> **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 245; **Arı**, s. 84; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 153; **Ayoğlu**, İzahnameden Doğan Sorumluluk, s. 650; **Mutlu Uşaklı**, 2010, s. 150.

hukukumuzda göre açık bir zamanaşımı hükmü öngörölmüş bulunduğu için genel hükümlere gitmek doğru olmaz. Ancak, SerPK’da yer alan özel hükümler çerçevesinde tazmini mümkün olmayan zararlar için genel hükümlere göre dava açıldığında genel hükümlerdeki zamanaşımı süreleri uygulama alanı bulur.

SerPK’da yer alan özel zamanaşımı süresi dolduktan sonra genel hükümlere göre zararın tazmininin mümkün olup olmadığı da değerlendirilmelidir. SerPK’da yer alan sorumluluk hükümleri bu alanın niteliklerine uygun ek bir koruma sağlamaya yönelik olduğundan genel hükümlerden kaynaklı talepleri dışlamamaktadır. Dolayısıyla davalının zamanaşımı def’inde bulunması hâlinde, altı aylık zamanaşımı süresinin dolması bu Kanun kapsamındaki hukuki taleplerin karşılanmasına engel olsa da, yatırımcıların genel hükümlerden kaynaklı talep ve dava haklarını etkilemez. Nitekim, Almanya’da da öngörölen bir ve üç yıllık özel zamanaşımı süreleri dolduktan sonra sözleşmesel ya da haksız fiile dayalı talepler açısından bunlara ilişkin zamanaşımı sürelerine hâlel gelmeyeceğı kabul edilmektedir<sup>1842</sup>.

Yalnız, SerPK’da öngörölen özel zamanaşımı süresi dolup da genel hükümler çerçevesindeki zamanaşımı süresi içindeki taleplerde SerPK m. 34/4. fıkrasında düzenlenen illiyet bağı karinesinden yararlanılamayacağı gibi<sup>1843</sup> SerPK m. 32/3’de öngörölen kusur karinesinden de yararlanılması mümkün olmayacaktır.

## **VII- DAVANIN TÜRÜ, YARGILAMA USULÜ, YETKİLİ VE GÖREVLİ MAHKEME**

SerPK’da kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin özel düzenlemelerde sorumluluk davasının türü ve yargılama usulü ile yetkili ve görevli mahkemeye ilişkin özel düzenlemelere yer verilmemiştir.

TTK’nın 4. maddesinin birinci fıkrasının (e) bendinde “*Borsa, sergi, panayır ve pazarlar ile antrepo ve ticarete özgü diğer yerlere ilişkin özel hükümlerde*” öngörölen hususlardan doğan davalar, tarafların hukuki statüsüne ve işin ticari işletmeyi ilgilendirip ilgilendirmediğine bakılmaksızın mutlak ticari dava olarak sayılmaktadır. Yukarıda da belirtildiğı üzere<sup>1844</sup>, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta borsada alım satım işlemlerine konu edilen sermaye piyasası araçlarından doğan hukuki zararın karşılanması söz konusu olduğundan mutlak ticari dava olarak kabulü uygun

<sup>1842</sup> Hopt, Die Haftung für Kapitalmarktinformativen, s. 104.

<sup>1843</sup> Manavgat, HAAO, s. 261.

<sup>1844</sup> Üçüncü Bölüm-IV-“Arabulucuya Başvurma Zorunluluğı”.

olacaktır<sup>1845</sup>. Bu dava salt malvarlığı zararlarının giderilmesine yönelik bir tazminat davası olduğundan eda davası niteliğindedir.

Bilindiği üzere, TTK'nın m. 4/2. fıkrası<sup>1846</sup> ve 1521. maddesi<sup>1847</sup> ile basit yargılama usulüne tabi davalar belirlenmiştir. Bu çerçevede, genel olarak kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davasının değeri beşyüz bin Türk Lirası'nı geçmediği durumlarda basit yargılama usulü uygulanır. Ayrıca, dava konusunun beşyüz bin Türk Lirası'nın üstünde olduğu durumlarda da davanın pay sahibi tarafından şirkete ya da yönetim kurulu üyeleri aleyhine açıldığı durumlarda da basit yargılama usulü söz konusu olacaktır. Bunların dışındaki durumlarda ise genel kural olan yazılı yargılama usulü geçerlidir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davasının mutlak ticari dava niteliğinde olmasının bir diğer hukuki sonucu da asliye ticaret mahkemesinin görev alanına girmesidir (TTK m. 5/1). Yetkili mahkeme konusunda ise genel kuralı oluşturan HMK m. 6/2. fıkrasına göre, davalı gerçek veya tüzel kişinin davanın açıldığı tarihteki yerleşim yeri mahkemesi yetkilidir. Davalı birden fazla ise dava, bunlardan birinin yerleşim yeri mahkemesinde açılabilir. Ancak, dava sebebine göre kanunda, davalıların tamamı hakkında ortak yetkiyi taşıyan bir mahkeme belirtilmişse, davaya o yer mahkemesinde bakılır (HMK m. 7/1). Keza sorumlular aleyhinde şirketin merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinde dava açılabilceğini öngören TTK m. 561'in kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davalarında kıyasen uygulama alanına sahip olduğu da düşünülebilir<sup>1848</sup>.

---

<sup>1845</sup> TTK m. 4/1.e bendi gereğince SerPK'dan doğan davaların mutlak ticari dava niteliğinde olduğu hakkında bkz. **Kalkan**, s. 116. İzahnameden doğan hukuki sorumluluk davasının ticari dava niteliğinde olduğu hakkında bkz. **Gözüyeşil**, s. 317.

<sup>1846</sup> “Ticari davalarda da deliller ile bunların sunulması 12/1/2011 tarihli ve 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu hükümlerine tabidir; miktar veya değeri beşyüz bin Türk lirasını geçmeyen ticari davalarda basit yargılama usulü uygulanır”.

<sup>1847</sup> “Ticaret şirketlerinde, ortakların veya pay sahiplerinin şirketle veya birbirleriyle şirket ortaklığından veya pay sahipliğinden kaynaklanan davalarda veya şirketin yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, müdürleri, tasfiye memurları ya da denetçilerine karşı açılacak davalarda basit yargılama usulü uygulanır”.

<sup>1848</sup> **Uçar**, s. 137.

## SONUÇ

Kamuyu aydınlatma zorunluluğu, tarihsel süreçte yaşanan çeşitli şirket ve sermaye piyasası skandallarından edinilen tecrübeler çerçevesinde önleyici ve tazmin edici mekanizma arayışlarının sonucunda gelişmiştir. Bu süreçte kamuyu aydınlatma, kapsamını giderek genişleten ve son yıllarda ağırlığını gitgide artıran bir ilke haline gelmiştir. O kadar ki, bu ilke günümüzde sermaye piyasası hukukunun omurgası olarak görülmektedir.

6102 sayılı TTK'nın TBMM tarafından kabul edilen ilk hâlinde kamuyu aydınlatma ilkesi anonim şirketler hukukunun bütününde büyük ölçüde hâkim kılınmak istense de, bu Kanunun yürürlüğe girmesine kısa bir süre kala 6335 sayılı Kanun ile yapılan değişikliklerle bu hedeften belirli ölçüde sapılmıştır. Buna karşın, 6362 sayılı SerPK ile sermaye piyasasında tamamıyla kamuyu aydınlatma ilkesine dayalı bir anlayış kabul edilmiştir.

Bilindiği üzere, anonim şirketin pay ve borçlanma aracı başta olmak üzere sermaye piyasası aracı ihracı, bu tür şirketlerin tabi olduğu hukukun farklılaşmasına yol açmaktadır. Bu bağlamda, sermaye piyasasında, TTK hükümlerinin yanı sıra SerPK düzenlemeleri de uygulama alanı bulmaktadır. SerPK'ya tabi anonim şirketler, aynı zamanda SPK'nın düzenleme, denetim ve gözetim yetkisine de tabidir.

Sermaye piyasasından kaynak sağlanabilmesi için bu piyasanın niteliklerine uygun bir hukuk düzeni oluşturulmalıdır. Bu yapı da, bir taraftan sermaye piyasasının fonksiyonlarının diğer taraftan yatırımcıların korunmasını zorunlu kılmaktadır. Piyasa fonksiyonlarının korunması, söz konusu piyasada faaliyette bulunan bütün şirketlerin menfaat sahiplerinin kendi arasındaki ve şirket ile ilişkilerindeki çıkar çatışmalarının önlenmesi ve bu çatışmaların ortaya çıkarılabileceği uyuşmazlıkların hukuka uygun şekilde çözülmesini zorunlu kılar. Öte yandan, yatırımcının korunması ilkesi, yatırımcıların kararlarını alırken yaptıkları zihinsel muhakemenin hammaddesi olan bilginin; tam (eksiksiz), anlaşılabilir, objektif (tarafsız), açık, doğru, zamanında erişilebilir, düşük maliyetle ve kolaylıkla ulaşılabilir, dürüstçe oluşturulmuş, adil ve güvenilir olmasını gerektirmektedir. Bu sayede yatırımcı, gereği gibi bilgilendirilmiş şekilde yatırım tercihlerini oluşturur. Söz konusu yapının oluşturulması, kamuyu aydınlatma ilkesine dayanan hukuki düzenlemeler çerçevesinde mümkün olur.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, sermaye piyasasının fonksiyonlarının ve yatırımcıların korunmasına hizmet eder. Ayrıca, anonim şirketlerin bütün menfaat sahiplerini aydınlatıcı, koruyucu ve hukuka aykırılıklardan caydırıcı bir fonksiyona sahiptir. Söz konusu kişiler arasında şirketin kendisi, yatırımcılar, alacaklılar, çalışanlar ve devlet

bulunmaktadır. Bunlara ek olarak, hâlihazırdaki şirket yatırımcıları, alacaklıları ve çalışanlarının yanı sıra gelecekteki “potansiyel” yatırımcı, alacaklı ve çalışanlar da kamuyu aydınlatma ilkesi sayesinde piyasaya sunulan bilgilerden yararlanırlar.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin sürekli olarak gelişme ve kapsamını genişletme hâlinde olması sınırlandırıcı şekilde tanımlanmasının önüne geçmektedir. Bununla birlikte, bu ilkeye Türk hukukunda *Hirsch* ile birlikte hazırladıkları ve 1963 yılında Ticaret Bakanlığı’na sunulan bir rapor ile ilk defa değinen *Tekinalp*’in yapmış olduğu tanım, kapsayıcı ve ilkenin gelişimine engel olmayacak niteliktedir. Türk hukukunda geniş ölçüde yararlanılan bu tanıma göre kamuyu aydınlatma ilkesi, “*ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün, milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan, ilkelerin tümüdür*”.

Kamuyu aydınlatma, bu alanlara ilişkin ilk hukuki düzenlemelerden bugüne kadar Avrupa Birliği kural koyucusunun tercihlerinin merkezinde yer alan bir kavram olmuştur. Kamuyu aydınlatma, Avrupa’da ilk defa, *Segré* Komitesi’nin 1966 tarihli “Avrupa Sermaye Piyasasında Gelişmeler Raporu”nda yer bulmuştur. Direktif düzeyinde ilk düzenleme ise 1968 tarihli ve 68/151/EEC sayılı “Kamuyu Aydınlatma Direktifi”dir. Birlik içerisinde yeknesak bir Avrupa Sermaye Piyasası Hukukunun oluşturulması hedeflenmiş ve bu hedef çerçevesinde AB Finansal Hizmetler Eylem Planı oluşturulmuştur. Bu plana göre yürürlüğe konulacak düzenlemelerle Birlik içinde sermaye piyasalarının derinleşmesi, bütünleşmesi ve ABD ile Uzak Doğu piyasalarına karşı rekabet avantajına sahip olması amaçlanmıştır. AB’nin kamuyu aydınlatma ilkesi ile doğrudan ilgili olduğu kabul edilen yürürlükteki üç ana düzenlemesi; 2003/71/EC sayılı İzahname Direktifi’nin yerini alan 2017/1129/EU sayılı İzahname Tüzüğü, 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tüzüğü ve 2004/109/EC sayılı Şeffaflık Direktifi’dir. Söz konusu düzenlemeler ayrı ayrı süreçlerle oluşturulsa da, tek bir büyük projenin, AB Finansal Hizmetler Eylem Planı’nın parçalarıdır ve yeterince bilgilendirilmiş bir yatırım kararının alınabilmesini sağlamaya yöneliktir. AB’nin söz konusu yaklaşımı, kamuyu aydınlatmanın Türkiye de dahil olmak üzere Avrupa düzeyinde ilke hâlini almasında çok önemli bir yere sahiptir.

Öğretide, kamuyu aydınlatma ilkesinin halka açık anonim şirketleri ilgilendirdiği belirtilse de, bugün geline nokta gerektiren birinci el piyasada pay dışındaki sermaye

piyasası araçlarının ihraç sürecinde gerekse ikinci el piyasada pay dışındaki araçların fiyatını etkileyebilecek gelişmelerin de kamuyla paylaşılması gerekliliği karşısında bu ilkenin, sadece paya bağlı kriterlerle belirlenen halka açık anonim şirket statüsüyle sınırlı düşünülmemesi gerekir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi; yatırımcının korunması ilkesi, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı, kurumsal yönetim ilkeleri, ticari sırrın korunması, tüketicilerin korunması, satış sözleşmesinde bilgi verme yükümlülüğü, sözleşmelerin kurulmasında yanıltma ve aldatma, bilgi suistimali suçu ve Bilgi Edinme Hakkı Kanunu ile sıkı ilişki içerisindedir. Anılan konuların her birinin, kamuyu aydınlatma ilkesinin kapsamı ve sınırları ile kamuyu aydınlatma belgeleri ve bu belgelerden doğan hukuki sorumluluğa etki eden hukuki sonuçları söz konusudur.

Kanun koyucu, 6362 sayılı SerPK ile kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluğun ortak esaslarını belirleme amacıyla sorumluluğun hukuki konusunu oluşturmak üzere “kamuyu aydınlatma belgeleri” üst kavramını oluşturmuştur. Bu çerçevede; “izahname”, “pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu”, “özel durum açıklaması”, “birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri”, “borsada işlem görme duyurusu” ve finansal raporlar” Kanunun m. 32/1. fıkrasında açıkça sayılarak kamuyu aydınlatma belgeleri belirlenmiştir. SerPK m. 32/1. fıkrasında zikredilen belgelere ek olarak, aynı türden diğer birtakım belgelerin de sorumluluk doğuracağı “...gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerini...” ifadesi ile ortaya konulmuştur. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma belgelerinin sınırlı sayıda olmadıkları açıktır. Kanunda açıkça sayılan belgelerle aynı veya benzer konu ya da işleve sahip ve kamuyu aydınlatma amacına yönelik diğer belgeler de bu kapsamdadır. Belge niteliği değerlendirilirken bu konuda hukukumuzdaki tek doğrudan düzenleme olan HMK’nın 199. maddesi bir kriter olarak esas alınabilir. Bu çerçevede, SerPK m. 32/1’de sayılmamakla birlikte, “ihraç belgesi”, “halka arzda düzenlenen izahname dışındaki aydınlatıcı belgeler”, “denetim raporu”, “değerleme raporu”, “derecelendirme raporu”, “kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu” ve “paya dayalı kitle fonlamasına ilişkin bilgi formu” niteliği gereği kamuyu aydınlatma belgesi olarak görülebilir. Halka arzda düzenlenen izahname dışındaki aydınlatıcı belgeler olarak ise “ilân ve reklamlar”, “duyuru metinleri”, “tasarruf sahipleri satış duyurusu”, “sirküler”, “arz programı sirküleri” ve “arz programı izahnamesi” mevcuttur. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun konusunu oluşturan bu belgelerin tamamı, tezin ikinci bölümünde ayrı ayrı ve kapsamlı şekilde incelenmiştir.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin birinci bölümde ve kamuyu aydınlatma belgelerinin ise ikinci bölümünde ayrıntılı olarak ele alınması kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun temelini, konusunun, kapsamının ve sorumluluğa yol açan hâllerin anlaşılmasına hizmet eder. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin varılan sonuçlar ise şu şekildedir:

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun özel olarak öngörülmesi, belirli hukuki ve ekonomik nedenlere dayanmaktadır. Sorumluluk hükümleri, kamuyu aydınlatma ilkesine dayanan hukuki gerekliliklerin yerine getirilebilmesini destekleyici müeyyideleri içermektedir. Zira hukuki sorumluluk hükümlerinin bulunmaması hâlinde kamuyu aydınlatmadan beklenen yararlarla ulaşılabilmesi mümkün değildir. Kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluğun özel hükümlere tabi kılınmasına yönelik tercihin temelinde yatan neden ise genel hükümlerin kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta somut olay adaletinin sağlanmasında yeterli olmamasıdır. Sorumluluk hükümlerinin ekonomik nedenlerine bakıldığında, sermaye piyasasının arzu edilen özelliklerde işleyişinin sağlanmasının bireyler, şirketler, piyasa ve bütünüyle ülke ekonomisinde doğuracağı tüm ekonomik sonuçlar bu kapsama dahildir.

SerPK'nın kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin esas düzenlemesi SerPK m. 32'dir. Anılan maddede, sorumluluğun konusu, sorumlu kişiler, sorumluluğun nitelikleri ve koşulları konularında düzenleme getirilmiştir.

Kanun koyucu, hukuki nitelik itibarıyla bir kamuyu aydınlatma belgesi olarak kabul ettiği izahnameden doğan hukuki sorumluluğu Kanunun 10. maddesinde özel olarak düzenlemiştir. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa yönelik SerPK m. 32'nin Kanunun 10. maddesine aykırı olmayan hükümleri, izahnameden doğan sorumlulukta da genel hüküm olarak uygulama alanına sahiptir. Bununla birlikte, 6102 sayılı TTK'nın 549. maddesi, izahnameden doğan sorumluluğu da kapsamaktadır.

Keza finansal raporlara ilişkin SerPK m. 14/2. fıkrası da, finansal raporların SPK tarafından belirlenen düzenlemelere uygun olarak hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan hukuki sorumluluğa ilişkin özel nitelikte bir hükümdür. İzahnamede olduğu gibi finansal raporlarda da SerPK'nın 14/2. fıkrası ile 32. maddesi arasında özel hüküm-genel hüküm ilişkisi mevcuttur.

SerPK'da yer alan bu düzenlemeler, TTK'nın yönetim kurulunun ve denetçinin sorumluluğa ilişkin hükümlerini (TTK m. 549-561; 404) dışlamamaktadır. Dolayısıyla SerPK'da yer alan özel hükümlerin kapsamına girsin ya da girmesin yatırımcıların genel hükümlere dayalı talep hakları saklıdır. Bu noktada önemle belirtmek gerekir ki, kanun

koyucunun amacı, yatırımcılara sermaye piyasası mevzuatı ile bu alanın ihtiyaçlarına uygun ek bir koruma sağlamaktır. Genel hükümler, gerek özel hükümlerin yetersiz kaldığı noktalarda tamamlayıcı hüküm olarak, gerekse davacının özel hükümler çerçevesinde zararını tazmin ettirebilmesinin mümkün olmadığı hâllerde uygulama alanına sahiptir. Ancak, tezin kapsamını sermaye piyasası mevzuatına yer alan özel hükümler oluşturduğundan, TTK’da ve diğer mevzuatta yer alan genel sorumluluk hükümlerine sadece değinilmekle yetinilmiştir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin hükümlerin uygulanamaması, bir dönem bu düzenlemelerin *ölü hüküm* niteliğinde olduğu benzetmesinin yapılmasına dahi sebep olmuştur. Söz konusu tespitlerin yapıldığı zamandan bugüne kadar, bu konudaki algıda, önce uluslararası boyutta ve nihayet son dönemde Türkiye’de de değişimler yaşanmıştır. Ancak, yine de ülkemizde kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerinin etkinliği yeterli düzeyde sağlanamamıştır.

Yatırımcıların şirket karşısında birçok bakımdan ve özellikle de bilgiye ulaşma açısından zayıf konumda olması, kamuyu aydınlatma belgelerindeki hukuka aykırılıkların ortaya konulmasını da zorlaştırmaktadır. Sermaye piyasasında sorumluluk doğurucu nitelikte bilgi verilmesinden kaynaklanan zararların giderilmesine yönelik açılmış olan davaların genellikle olumsuz sonuçlanmasının en önemli sebeplerinden biri olarak ise davacıların bilgi verme zorunluluğuna ilişkin ihlaller ile zarar arasındaki bağlantının ispatlanmasında başarısız olmaları gösterilmektedir. Sermaye piyasasının dinamik yapısı nedeniyle her an yeni gelişmelere açık olması ve piyasadaki araç fiyatlarını etkileyen birçok faktörün varlığı, hem uğranılan zararı hem de bu zararın hukuka aykırı nitelikte görülen kamuyu aydınlatmadan kaynaklandığını ispat etmeyi önemli ölçüde zorlaştırmacı nitelik arz etmektedir. Zararın ve illiyet bağının ispatındaki güçlükler, bu alandaki en temel hukuki problemler olarak gösterilmektedir.

Bir diğer dezavantajlı durum ise kamuyu aydınlatma belgelerinden kaynaklanan dağınık bir zararın, bir başka deyişle küçük zararlara uğramış çok sayıda yatırımcının mevcut olmasıdır. Bu tür durumlarda, her bir yatırımcının kişisel gayretinin maliyeti çok yüksek olmakta ve dava açmak rasyonel olmayan bir tercih haline gelmektedir. Bu sorunun çözümü, ABD’de sınıf davasının (*class action*); Almanya’da ise model yargılama usulünün (*Musterverfahren*) benimsenmesinde bulunmuştur. Bu konuda Almanya’daki model yargılama usulünün yahut benzeri bir alternatifi Türk Medeni Usul Hukuku’na uygun düşecek yasal düzenlemeyle hukukumuza aktarılması yararlı olacaktır.



Kanun koyucunun, 6362 sayılı SerPK hazırlanırken sorumluluğun koşulları konusunda yukarıda açıklanan özel durumların beraberinde getirdiği zorlukları belirli ölçüde göz önüne aldığı görülmektedir. Türk hukukunun, 6362 sayılı SerPK'nın içerdiği yeni düzenlemelerle bu açıdan gelişme göstereceği umut edilmektedir. Ancak, Kanunun belirli düzenlemelerinin gözden geçirilmesi ve belirli yeni düzenlemelerin yürürlüğe konulmasıyla bu konudaki hak arama özgürlüğünün gelişmesinin önüne geçen fiili ve hukuki engeller önemli ölçüde aşılabılır.

Sınıraşan sermaye hareketliliğinin yüksek düzeyde olması, ticarete ilişkin konularda uluslararası standartların oluşturulması ve yeknesak düzenlemelerin ulusal hukuk düzenlerinde yerini almasını önemli kılmaktadır. Şu hâlde, farklı ülkelerin hukuk düzenleri ve uygulamalarının, ulusal tercihlerin belirlenmesine etkisi kaçınılmaz olmaktadır. Kanunun gerekçesinde bu yönde hiçbir açıklama bulunmamakla birlikte, SerPK'nın kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukla ilgili düzenlemeleri oluşturulurken ABD ve Alman hukukundan etkilendiği anlaşılmaktadır.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan uyuşmazlıkların konusu, davacı konumundaki yatırımcıların zararlarını gidermeye yönelik tazminat talebidir. Bu davalar, TTK m. 4/1.e bendi gereği mutlak ticari dava niteliğinde olduğundan TTK m. 5/A gereğince dava açılmadan önce arabulucuya başvurulmuş olması dava şartıdır.

Geniş anlamda sorumluluk hukukunun bir zararın tazmin edilmesi gerekliliğini öngördüğü koşullar; fiil, hukuka aykırılık, kusur, zarar ve illiyet bağının mevcudiyetidir. Sorumluluğun doğması için bu koşulların kural olarak kümülatif şekilde bulunması gerekir.

Sorumluluk doğurucu nitelikte bir kamuyu aydınlatma belgesinin düzenlenip bilginin kamuyla paylaşılması, sorumluluk hukukundaki *zarar verici olayı* oluşturmaktadır. Ayrıca, kamuyu aydınlatma belgelerinin yayımlanması zorunluluğu söz konusu olmasına rağmen bu zorunluluğun yerine getirilmemesi şeklindeki ihmali bir hareket de sorumluluğa yol açar. Bu durum, kamuyu aydınlatma belgesinin hiç hazırlanmaması şeklinde olabileceği gibi düzenlenip yayımı zorunlu olan bir belgenin hazırlanmasına rağmen ilgili düzenlemelerle belirlenen esaslara uygun şekilde kamuyla paylaşılmaması şeklinde de gerçekleşebilir.

*Hukuka aykırılık* unsurunun varlığı ya da yokluğu belirlenirken, mutlak hukuksal değerlerin veya koruma normlarının ihlâl edilip edilmediği dikkate alınır. Kamuyu aydınlatma belgeleri vasıtasıyla zarara yol açılması mutlak hakların ihlâli anlamına gelmez. Koruma normlarının ihlâlinin söz konusu olup olmadığı açısından Türk sorumluluk hukukunda kabul gören yaklaşım olan normun koruma amacı kuramı

çerçevesinde menfaat ihlâlinde özel bir koruma normunun varlığı aranmakta ve zarar gören kişinin yahut değerin bu özel koruma normu kapsamında olması gerekmektedir. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde kabul edilen düzenlemeler ile oluşturulan normatif düzen, yatırımcıların malvarlıklarını hukuka aykırı bilgilendirmeden doğan zararlara karşı korumaya yöneliktir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta hukuka aykırılık unsuru, SerPK'nın 10. ve 32. maddelerinde “*yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler*”in sorumluluğa yol açacağı düzenlenerek ortaya konulmuştur. SerPK ve TTK'da bu konuda açık bir hüküm yer almasa da, bilginin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olması dolayısıyla sorumluluk doğurabilmesi için her şeyden önce “*önemlilik*” niteliğine sahip olması aranmalıdır. Önemli nitelikte bilgi, “*eksik veya yanıltıcı olması halinde bilgiyi kullananlar tarafından alınan ekonomik kararları etkileyebilecek bilgi*” veya “*makul ve ortalama bir yatırımcının yatırım yaparken önemli kabul edeceği bilgi*” olarak tanımlanabilir. Açık bir düzenleme olmamasına rağmen bu gerekliliğin hukukumuzda da aranması zorunluluğu, mehzaz düzenlemelere uygun yorum gerekliliği ve dürüstlük kuralından çıkarılmaktadır. Yatırımcıların tercihlerine etki etme gücüne sahip olmadığı düşünülen bilgilerin sorumluluğa yol açması hakkın kötüye kullanımına sebebiyet verir. Bununla birlikte, SerPK m. 10, 14/2 ve 32, 63 ile TTK m. 549'da bu koşula açıkça yer verilmesi, bu konudaki soru işaretlerini giderecek isabetli bir tercih olacaktır.

Bununla birlikte, belgede yer alan bilgilerden sorumluluk doğmasına yol açacak hukuka aykırılık bağının mevcut olup olmadığı belirlenirken ortalama (makul) yatırımcının algı düzeyinin ve belgede yer alan açıklamaların bütününe esas alınması gerekir.

*Kusur*, hukuka aykırı davranışa yönelik bir iradeyi ifade etmekle birlikte, zararın bir başkasına tazmin ettirilmesinin bir anlamda ön koşulunu oluşturmaktadır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta kusurlu davranış, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yürürlüğe konulan düzenlemelere aykırı hareket edilmesinden doğar. Kusurun mevcut olup olmadığı, her somut olayın koşullarına göre değerlendirilir.

Kusur, hukuka aykırı sonucun fail tarafından bilerek istenmesi olarak ifade edilen kast şeklinde söz konusu olabileceği gibi hukuka aykırı sonucun meydana gelmemesi için koşulların gerekli kıldığı özenin gösterilmemesini ifade eden ihmal şeklinde de ortaya çıkabilir. Hukukumuzda bütün kamuyu aydınlatma belgeleri için sorumlu kişilerin kusurlu olduklarının varsayılmasına yol açan “kusur karinesi” öngörülmüştür. SerPK m. 32/3. fıkrası ile de ispat yükü yatırımcılar üzerinden alınmıştır. Şu hâlde, davalı

konumundaki kişinin sorumluluktan kurtulabilmesi için kusursuzluğunu ispat etmesi gerekir. SerPK m. 32/3. fıkrasında sorumluluktan kurtulma olanağı düzenlenirken ihmalin türüne göre bir ayırım yapılarak bu ayırma önemli bir hukuki sonuç bağlanmış ve sorumlu kişilerin hafif ihmale ya da kusurun mevcut olmadığına dayalı olarak sorumluluktan kurtulma olanağı düzenlenmiştir. SerPK m. 10'da bu yönde bir düzenleme yer almasa da, SerPK m. 32/3. fıkrası izahnameden doğan hukuki sorumlulukta da genel hüküm olarak uygulama alanına sahiptir.

SerPK m. 32 çerçevesinde izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu kişilerin kusur sorumluluğuna tabi olduklarına şüphe yoktur. Ancak, ihraççının izahnameden sorumluluğunun kusur sorumluluğu mu yoksa kusursuz sorumluluk mu olduğu konusunda öğretide farklı görüşler yer almaktadır. Bu noktada öğretide kusursuz sorumluluk fikri nicelik olarak ağır bassa da, kanaatimizce ihraççının izahnameden sorumluluğu kusur sorumluluğudur.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun doğması ve tazminatın belirlenebilmesi için hukuka aykırı görülen fiil ya da işlemle belirli bir *zararın* doğması zorunludur. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk çerçevesinde tazminatın, bir başka deyişle tazmin edilebilir zararın belirlenebilmesi için öncelikle zararın tespit edilmesi ve daha sonra da tazmini gereken zararı ifade eden tazminatın belirlenmesi gerekir. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zarar maddi zarar olup *safi malvarlığı zararı* niteliğindedir.

Türk hukukundaki mevcut düzenleme çerçevesinde kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararda aynen değil *nakden tazmin* söz konusu olacaktır. Bazı ülkeler, zararın belirlenmesi ve tazmininde somut olaya bağlı olarak ilgili farkın nakden tazmini esasını benimsemişken; diğer bazı ülkeler ise nakdi tazmine ilaveten eski halin iadesi sonucunu doğuracak yaptırımları da kabul etmiştir. Hukukumuzda ihraççının izahnameden doğan sorumluluğuyla sınırlı olarak yatırımcılara sermaye piyasası aracını ihraççıya iade hakkının Kanunla açıkça tanınması isabetli olabilir.

Nakden tazmin prensibi çerçevesinde ise zarar miktarının belirlenmesi konusunda hâkim görüş olan fark teorisi gereği, *zarar gören kişinin zarar verici olay sonrası malvarlığının geldiği nokta ile bu olay olmasaydı geleceği nokta arasındaki fark* dikkate alınır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararın ve tazminatın belirlenmesi için de zararın doğma anı esas alınmalıdır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zarar da malvarlığındaki azalmanın gerçekleştiği anda doğar. Malvarlığındaki azalmanın ne zaman gerçekleştiğine yönelik olarak kamuyu aydınlatmanın etkisinde oluşan yapay fiyattan satın almak zararın doğumu için yeterli olmayıp kamuyu aydınlatma belgesinin

hukuka aykırılığı bir başka deyişle gerçek durumun ortaya çıkışı ve sermaye piyasası aracının fiyatına etki etmesi gerekmektedir. Değer kaybı yaratan hukuka aykırı işlem ve eylemlerde zarar, mağdurun malvarlığının aktifinde bir azalmanın gerçekleştiği an doğar. Bunun için gerçek durumun ortaya çıkıp piyasa değerine yansımaya yeterli olup, tazmini gereken zarar da bu anda ortaya çıkar.

Buna ek olarak, öğretide SerPK m. 32/4'de kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zararın tanımlandığından hareketle zararın doğmuş sayılabilmesi için belgenin etkisiyle yapılan ilk işlemin tam tersi yönündeki işlemin (ters işlemin) de yapılmış olması gerektiği ve bu görüşün kabulünün fiili zararın hesaplanmasını da kolaylaştıracağı ifade edilmiştir. Kanaatimizce, SerPK m. 32/4. fıkrası kamuyu aydınlatma belgelerine yönelik zararın sınırını kesin şekilde çizmez; sadece *illiyet bağının kurulmuş varsayıldığı zararı* oluşturur. Zarara uğrayan kişilerin SerPK m. 32/4'den yararlanmaksızın illiyet bağının kurulduğunu ispatlamaları durumunda da SerPK m. 10, 14/2, 32 ve 63 uygulama alanı bulabilir.

Sermaye piyasası araçlarının değeri piyasa fiyatı dikkate alınarak kesin belirlemelere müsait gibi görünse de, meydana gelen değer farklılaşmasının ne kadarının hukuka aykırı bilgiye ilişkin gerçek durumun ortaya çıkmasından kaynaklandığı objektif olarak ve mutlak şekilde belirlenemez. Ayrıca, bilginin fiyata etki ettiği anın zamanının tam ve kesin olarak belirlenebilmesi ve ispatı son derece güçtür. Hâl böyle iken, kamuyu aydınlatma belgelerinin taşıdığı hukuka aykırılıklardan doğan zarar miktarının belirlenmesi için TBK m. 50/2. fıkrasına uygulama alanı tanınabilir. Bununla birlikte, TBK m. 51/1. fıkrası da tazminatın belirlenmesinde dikkate alınmalıdır. Sermaye piyasasında piyasa riskinin hukuka ve somut olay adaletine uygun şekilde paylaştırılması gerekmektedir. Anılan düzenlemelerin yanı sıra TBK m. 52/1. fıkrası da yine aynı amaca yönelik olarak uygulama bulabilir. Hukuka aykırı kamuyu aydınlatma dışında da sermaye piyasası aracının fiyatına etki eden birçok hususun varlığı göz önüne alındığında, sadece ters işleme dayalı olarak sermaye piyasası aracındaki fiyat değişiminin bir hesaplama yöntemi olarak belirlenmesi ve piyasa riskinin bütünüyle sorumlu kişilere yüklenmesi adil bir çözüm olmadığı gibi sorumluluk hukukunun genel ilkeleriyle de bağdaşmaz.

Önemle belirtelim ki, uyuşmazlığı çözmekle görevli hâkime hakkaniyete uygun belirleme yapma yetkisi verilmesi, sınırsız bir subjektif değerlendirme yapma imkânı tanınması anlamına gelmemektedir. Tazmin edilecek zararın belirlenmesinin, objektifleştirilmiş esaslarla ve bilimsel bir yöntemle yapılması gerekir. Bu konuda bilirkişilik kurumundan yararlanılması isabetli hatta zorunludur. Hukuka aykırı bilgilendirmelerin sermaye piyasası aracının fiyatına etkisine yönelik bilimsel esaslar

çerçevesinde finansal metotların geliştirilmesi gerekir. Değerlendirme yapılırken piyasadan kaynaklı bütün risklerin sorumlu kişiler üzerinde bırakılmaması uygun olacaktır. Bu noktada; sektörel analizler, makroekonomik gelişmeler, merkez bankalarının para politikaları ve uluslararası gelişmeler gibi hukuka aykırı kamuyu aydınlatma belgesi dışındaki hususların sermaye piyasası aracının değerine etkisinin ayırt edilmesi yerinde olacaktır. Bu amaçla borsa endekslerinin gösterge niteliğinden de yararlanılabilir.

SerPK'nın kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerinde zararın ispatına yönelik özel bir hükme yer verilmemiştir. Şu hâlde, zarar gören yatırımcılar genel hükümler gereği hem uğradıkları zararı hem de zararın miktarını ispatla yükümlüdür. Hâkim, azami olarak davacının iddia ettiği miktarla bağlı olmakla birlikte davacı tarafından iddia edilen miktarın altında bir tazminata da hükmedebilir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluğun doğması için gerekli son zorunlu unsur, hukuka aykırı fiil ile zarar arasında *illiyet bağı*nın kurulmasıdır. Hâkim görüş, illiyet bağı'nın tespitinde uygun illiyet bağı teorisinin geçerliliğini kabul etmektedir. İlliyet bağı'nın varlığının ispatının güçlüğü sermaye piyasasında bilgiden doğan sorumluluğun en sorunlu noktalarından biri olarak görülmektedir.

Kamuyu aydınlatmaya yönelik bilgilerden doğan sorumlulukta Alman hukukunda genel olarak, sorumluluğun kurulması aşamasındaki illiyet (*haftungsbegründende Kausalität*) ile zararın belirlenmesi aşamasındaki illiyet (*haftungsausfüllendende Kausalität*) dikkate alınmaktadır. Sorumluluğun kurulması aşamasındaki illiyet, zarar veren işlem veya eylemi ile zarar görenin ihlâl edilen hukuki hakları arasındaki neden-sonuç bağlantısını ifade ederken; zararın belirlenmesi aşamasındaki illiyet ise zarar görenin ihlâl edilen hukuki hakları ile somut maddi zarar arasındaki bağlantıyı kurar. ABD hukukunda da Alman hukukuna benzer şekilde işlem illiyeti (*transaction causation*) ile zarar illiyeti (*loss causation*) kavramları kullanılmaktadır.

İşlem illiyeti (*haftungsbegründende Kausalität, transaction causation*) ihlâl yol açan eylemle zararlı sonuç arasındaki illiyeti ifade eder. Zarar illiyeti (*haftungsausfüllende Kausalität, loss causation*) ise işlem illiyetine ek olarak satın alınan ya da satılan sermaye piyasası aracına ilişkin olarak uğranılan zararın ya da söz konusu olan değer kaybının hukuka aykırılık taşıyan kamuyu aydınlatma ile makul olarak bağı'nın olmasına yönelik gerekliliği ifade eder.

ABD Federal Yüksek Mahkemesi'nin *Basic v. Levinson* kararı ile menkul kıymet davalarında illiyet bağı karinesinin temeli atılmıştır. Davacı lehine getirilen bu karine Piyasa Hilesi Kuramı'na (*Fraud on the Market Theory*) bağlı olarak kabul edilmiştir.

Borsada yapılan işlemler açısından bakıldığında, tarafların birbirini tanımadığı ve klasik hile davalarındaki gibi aracısız ve doğrudan bir ilişkinin kurulmadığı bu alanda geleneksel anlayışa dayalı hile davalarında aranan somut güvenin (*reliance*) kanıtlanmasının menkul kıymet davalarında aranmaması gerektiği kanaatine varılmıştır.

Almanya’da ise tarihsel süreçte öncelikle uygulamada genel hükümlerden farklılaşan bir algı gelişmiş ve sonra izahnameden doğan sorumlulukta illiyet bağına ilişkin özel hükümler öngörülmüştür. İlk olarak, izahnameden doğan sorumlulukta, bir anlamda yatırımcıların genel algısına ve piyasanın genel atmosferine dayalı bir yaklaşımla (*Anlagestimmung*), izahnamenin yatırımcıların nezdinde söz konusu finansal aracı almaya yönelik olumlu bir düşünce yahut bir nevi yatırım tavsiyesi izlenimi oluşturması, işlem illiyetinin mevcudiyeti açısından yeterli görülmüştür. Önceleri fiili bir karine olarak kabul edilen bu yaklaşım, daha sonra özel bir düzenleme ile normatif zemine kavuşmuştur. Bu bağlamda, hukuki bir karine öngörülerek bu konudaki ispat yükü ters çevrilmiştir. Tarihsel süreçte öncelikle Borsa Kanunu hemen sonrasında mülga İzahname Kanunu ile bu yönde illiyet bağı karinesi öngörülmüştür. Son olarak, yürürlükteki İzahname Kanunu’nda da izahnameden doğan sorumlulukta illiyet bağı karinesi kabul edilmiş (WpPG § 9.1) ve illiyet bağını kesen sebeplerin mevcut olması hâlinde sorumluluğun doğmayacağı belirtilmiştir (WpPG § 12.2). Hemen belirtelim ki, Alman Federal Yüksek Mahkemesi, yatırımcıların bu yöndeki yaklaşımlarına dayalı fiili karinenin belirli davalarda özel durum açıklamaları açısından da uygulama alanına sahip olabileceğini ifade etmiştir.

ABD ve Alman hukukunun konuya yaklaşımı, Türk kanun koyucusunu da etkilemiştir. Bu çerçevede, Türk hukukunda SerPK m. 32/4. fıkrası ile kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta bütün kamuyu aydınlatma belgeleri için illiyet bağına yönelik özel bir hukuki karine öngörölmüş; SerPK m. 32/5. fıkrası ile de illiyet bağının mevcut olmamasından kaynaklı olarak sorumluluktan kurtulma imkânları düzenlenmiştir. SerPK m. 32/4. fıkrasına göre, yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren izahnamenin geçerlilik süresi boyunca; diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin ise kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra, ilk halka arzdan veya borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine yatırımcıların malvarlıklarında zarar meydana gelmesi hâlinde bu maddeye göre ileri sürülecek tazminat talepleri açısından kamuyu aydınlatma belgesi ile zarar arasında illiyet bağı kurulmuş sayılır. Görüleceği üzere, illiyet bağı karinesinin uygulama alanı bulabilmesi için ters işlemin yapılmış olması zorunludur.

SerPK m. 32/4. fıkrasının lafzı dikkate alındığında, “*kamuyu aydınlatma belgesi ile zarar arasında*”ki illiyet bağına ilişkin bir karinenin öngörüldüğü anlaşılmaktadır. Dolayısıyla anılan düzenleme ile zarar illiyeti konusunda bir karine kabul edilmiştir. Her ne kadar kanun koyucu açıkça öngörmese de, yukarıda da açıklandığı gibi zarar illiyetinin işlem illiyetinin de varlığını gerekli kılan ve bunu bir adım daha ileri götüren bir gereklilik olması dolayısıyla SerPK m. 32/4’de düzenlenen illiyet bağı karinesinin işlem illiyetini de kapsadığı sonucuna ulaşılabilir. Bununla birlikte, SerPK m. 32/5. fıkrasının işlem illiyetine dayandığını düşündüğümüz (a), (b) ve (c) bentlerinin sorumluluğu ortadan kaldıran nedenler olarak düzenlenmiş olması da, bu kabulümüzü haklı kılar niteliktedir.

SerPK’nın 32. maddesinin dördüncü ve beşinci fıkraları çerçevesinde işlem ve zarar illiyetinin mevcudiyeti karineten kabul edilmiştir. Ancak, SerPK m. 32/5. fıkrasının (a), (b) ve (c) bentlerinin söz konusu olduğunun davalı tarafından kanıtlanması hâlinde işlem illiyetinin mevcut olmaması sebebiyle sorumluluk doğmayacaktır. Bununla birlikte, SerPK m. 32/5. fıkrasının (ç) bendi uyarınca zarar illiyetinin mevcut olmadığının davalı tarafından kanıtlanması hâlinde de yine hukuki sorumluluk söz konusu olmayacaktır.

İllyet bağı karinesinin uygulama alanı bulduğu durumlarda, ispat yükü yer değiştirmektedir. Davalının illiyet bağına mevcut olmadığını ileri sürmesi hâlinde ise SerPK m. 32/5. fıkrasında sayılan ya da sorumluluk hukukuna ilişkin genel esaslardan doğan ve illiyet bağına kesen genel nedenlerin varlığını kanıtlaması gerekir. Bu şekilde yatırımcının korunması ilkesine uygun bir tercihte bulunulmuştur.

İllyet bağına ilişkin karinede kamuyu aydınlatma belgesi ile işlemin yapılma zamanı arasındaki süre sınırlandırılmıştır. Hükümün uygulama alanı bulabilmesi için göz önüne alınması gereken bu süre açısından izahname ile diğer kamuyu aydınlatma belgeleri arasında da bir fark yaratılmıştır. İzahname için “*geçerlilik süresi*”, diğer kamuyu aydınlatma belgeleri için ise belgenin kamuya açıklandığı tarihten “*hemen sonra*”sı esas alınmıştır. SerPK m. 9 gereği izahnamenin geçerlilik süresi belgenin ilk yayımından itibaren oniki aydır. İzahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde ise illiyet bağı karinesinin uygulama alanı bulabileceği süreyi *durumun öğrenilmesi ve öğrenilen bilgi ile sağlıklı değerlendirme yapabilmesi için gerekli makul süre* olarak düşünmek uygun olacaktır.

Önemle belirtelim ki, SerPK m. 32/5. fıkrasında sayılan hâllerin veya sorumluluk hukukunda illiyet bağına kesen genel sebeplerin varlığı hâlinde (mücbir sebep, zarar görenin ağır kusuru ve üçüncü kişinin kusuru) sorumluluk doğmaz. Bu bağlamda,

kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta illiyet bağı karinesi aksi ispat edilebilen adi bir karinedir.

İllyet bağı konusunda son olarak belirtelim ki, SerPK m. 32/4’de belirtilen karineden yararlanma olanağının mevcut olmadığı hâllerde ise işlem illiyetinin ve zarar illiyetinin davacı tarafından kanıtlanması zorunludur. Bu takdirde de yine SerPK’da yer alan özel hükümler çerçevesinde zararın tazmini mümkündür. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin SerPK’daki hükümlerin uygulanabilmesini illiyet bağı karinesinin uygulanabildiği hâllerle sınırlı görmemek gerekir.

Kamuyu aydınlatma belgelerindeki hukuka aykırılıklar çeşitli yatırımcıların zarara uğramasına sebep olabilir. Sermaye piyasasında kamuya sunulan bilgi, fiyatın artışına ya da azalışına yol açar. Sorumluluk davası her iki sonuç dolayısıyla söz konusu olabilir. Bu takdirde kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerine göre zararın tazmini, bu düzenlemelerde öngörülen sorumluluk koşullarının gerçekleşmesinin yanı sıra kimlerin davacı sıfatına sahip olduğuyula da ilgilidir.

Davacı sıfatı açısından öne çıkan husus, bilgiye dayalı olarak yatırım kararı alma gerekliliğidir. Bu durum, bilgiye dayalı bir alım ya da satım işlemi yapılması gerekliliğini doğurmaktadır. Hemen belirtelim ki, SerPK m. 32/4. fıkrasında kanun koyucu ters işlem yapılma zorunluluğu öngörmüş olsa da, söz konusu hüküm illiyet bağı karinesinin uygulanabilmesi için kabul edilmiş olup SerPK m. 10, 14/2, 32 ve 63’ün uygulanması için bir ön koşul niteliğinde değildir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış ya da yanıltıcı nitelikteki iyimser açıklamalar, genellikle yanlış ya da yanıltıcı nitelikteki kötümser açıklamalardan daha yaygındır. Bunun sonucu olarak çoğu zaman açıklamanın etkisiyle satış yapmış olan kişiler değil açıklamanın etkisiyle alım yapıp elinde sermaye piyasası aracı mevcut bulunanlar zarar gören konumunda bulunmaktadır. Sermaye piyasası aracını kamuyu aydınlatma belgesine dayalı olarak satın alan kişilerin kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa yönelik özel hükümlerden yararlanabilmesi için alım işleminin ters işlemini ifade eden satış işlemini yapması zorunlu değildir. Kanun koyucunun bu konuda özel bir şartı açıkça öngörmemiş olması da bu sonucu doğrular nitelikte görülmektedir. Bununla birlikte, kamuyu aydınlatma belgesine dayalı olarak yapılan bir alım sonrasında gerekli diğer koşulların mevcut olması hâlinde yatırımcı sermaye piyasası aracının satışını gerçekleştirerek de zararının tazminini talep edebilir.

Ayrıca, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yayımlanmış yanlış, yanıltıcı ya da eksik bilginin etkisiyle satış yapan yatırımcılar da zarara uğrayabilir. Kötümser bir



açıklamanın gerçeği yansıtmadığı hâllerde, bu açıklama çerçevesinde satış yapan bir yatırımcı, daha sonra bu açıklamanın gerçek dışı olduğu ortaya çıktığında beklenen düşüş gerçekleşmeyeceği hatta olumsuz bir beklentinin boşa çıkması dolayısıyla yükselişin muhtemel olması dolayısıyla zarar görebilir. Bu durumda da zararın tazmininin istenebilmesi için, daha önceden yapılan satış işleminin ters işlemini ifade eden satın alma işleminin yapılması gerekli değildir. Bununla birlikte, ilgili hukuki düzenlemeler çerçevesinde paylaşılması gerekip de kamuya sunulması ihmal edilen olumlu nitelikteki bilgilerin kamuya paylaşılmadığı dönemde sermaye piyasası araçlarının fiyatı, olması gerekenden daha düşük fiyattan işlem görür. Bu dönemde elinde bulundurduğu sermaye piyasası aracını satan kişiler, olması gerekenden daha düşük fiyata satış yapmış olacaklarından bu kişilerin tazminini talep haklarının bulunduğu bir zarara uğradıkları ve SerPK’da yer alan özel hükümlerden faydalanabilecekleri kabul edilmelidir.

Birinci el piyasada izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin hükümlerin uygulanabilmesi için izahnameye dayalı olarak sermaye piyasası aracının iktisap edilmiş olması zorunludur. Önemle belirtelim ki, izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde olmak koşuluyla ikinci el piyasada izahnameye dayalı olarak alınan kararların sonucunda sermaye piyasası aracını satın alanlar da dava açma yetkisine sahiptir.

Nitekim, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta illiyet bağı karinesine yönelik SerPK m. 32/4. fıkrasında izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde yapılan işlemler ile izahname arasında illiyet bağının kurulmuş sayılacağı öngörülerek oniki aylık geçerlilik süresi içerisinde alım yapan kişilere davacı sıfatı tanınmış olmaktadır. SerPK m. 32/4. fıkrasının illiyet bağı karinesinin uygulanması için ters işlem yapılmasını zorunlu görmesi, izahnameye dayalı olarak sermaye piyasası aracını satın alıp aracı elde tutanların davacı sıfatına sahip olmadıkları anlamına gelmez. Bu kişiler yalnızca SerPK m. 32/4’de yer alan illiyet bağı karinesinden yararlanamayacaktır. Ancak, kanun koyucu tarafından illiyet bağı karinesinden yararlanılabilmesi için ters işlemin yapılması zorunluluğunun aranmasının da isabetli olduğunu söylemek güçtür.

SerPK m. 8’de izahname ile kamuya açıklanan bilgilerde, satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişiklik veya yeni hususların ortaya çıkması hâlinde bu değişikliklerin Kurul tarafından onayı ve onay sonrasında da ihraççı tarafından yayımlanması öngörülmüş olmakla birlikte, bu yükümlülük izahnamenin geçerlilik süresini kapsamamaktadır. Kanun koyucu, yalnızca izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde yeniden yapılacak bir halka arz olması hâlinde bu yükümlülüğe yer vermiştir (SerPK m. 9). Kanaatimizce, izahnameye oniki aylık bir geçerlilik süresi tanınması ve satış sonrası dönemde dahi bu belgenin geçerlilik tanındığı

dönem için yatırımcılara karşı sorumluluk doğuran bir belge olarak kabul edilmesi söz konusu olduğuna göre, bu oniki aylık sürede meydana gelecek değişikliklerin kamuyla paylaşılması zorunluluğu da kanuni düzenlemeye bağlanmalıdır.

Yukarıda da değinildiği gibi kamuyu aydınlatma belgelerinin yanlış, yanıltıcı ya da eksik olması, çok sayıda yatırımcının zarara uğramasına neden olmakta ve kolektif menfaat ihlâlüne yol açmaktadır. HMK’da düzenlenen “topluluk davası” konuyla ilgili görülebilecek ise de Türk hukukunda düzenlendiği mevcut şekliyle bu davada davacıların dernek ve tüzel kişilerle sınırlandırılmış olması ile bu dava yoluyla tazminat istenebilmesinin mümkün olmaması dolayısıyla hukuki nitelik itibarıyla kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk davaları için uygun düşmediği kanaatindeyiz. Bu sorunun çözümü ABD’de sınıf davasının (*class action*); Almanya’da ise model yargılama usulünün (*Musterverfahren*) benimsenmesinde bulunmuştur. ABD hukukunda benimsenen sınıf davası da hukukumuzda uygun değildir. Zira, Türk hukukunda geçerli olan dava teorisi çerçevesinde, davanın tarafı olmayan üçüncü kişiler hakkında karar verilebilmesi mümkün değildir. Önerimiz, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk davası için Almanya’da olduğu gibi model dava yargılama usulünün yürürlüğe konulmasıdır. Bu usul, yapılacak bir kanun değişikliği ile HMK ya da SerPK’ya hüküm eklenerek kabul edilebileceği gibi Almanya’da olduğu şekilde özel bir kanunun yürürlüğe konulması şeklinde de öngörülebilir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin genel hüküm olan SerPK m. 32’ye göre “10 uncu madde çerçevesinde, aynı maddede sorumlu olduğu belirtilen kişiler ile ... kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler” bu belgelerde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumlu tutulmuşlardır.

SerPK m. 10’da ise “ihraççılar”, “halka arz edenler”, “ihracı aracılık eden lider aracı kurum”, varsa “garantör” ve “ihraççının yönetim kurulu üyeleri” ile “bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar” sorumlu kişiler olarak düzenlenmiştir. SerPK m. 10 konuyla ilgili iki açıdan önem taşımaktadır. Birincisi, bu madde, izahnameden sınırlı sayıda olmak üzere sorumlu tutulan kişilerin belirlendiği düzenleme olarak değer taşımaktadır. İkinci olarak ise bu madde, kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluğun genel hükmünü teşkil eden 32. maddenin ilk fıkrasında yapılan açık yollamanın bir sonucu olarak, izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde sorumlu kişilerin belirlenmesinde de dikkate alınabilecek bir düzenlemedir.

SerPK m. 32/1. fıkrasında belirtilen diğer kişiler olan “*kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler*” ise sınırlı sayıda değildir. Kamuyu aydınlatma belgesini imzalayanlar bizzat belgenin oluşturulma ve yayım sürecine katılan ve belgeyi imzalayarak sorumluluk altına giren gerçek kişileri ifade eder. “*Belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler*”in sorumlu kılınması da, tüzel kişi adına kamuyu aydınlatma belgesini imzalayan bütün kişiler, organ sıfatı olsa da olmasa da doğrudan adına hareket ettikleri tüzel kişiyi hukuki sorumluluk altına sokmaktadır.

6362 sayılı SerPK ile kamuyu aydınlatma belgelerinden hukuki sorumluluk altında olanların genişletildiği görülmektedir. Bu bağlamda, sorumlu kişi çevresinin geniş tutulması sermaye piyasasının özelliklerine ve özellikle de yatırımcıların korunması ilkesine uygun bir yaklaşımdır.

Sermaye piyasasının düzenleyici ve denetleyici idari otoritesi olan SPK’nın kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin görev ve yetkileri ile ilgili olarak hizmet kusuru sayılabilecek işlem ve eylemleri Anayasa’nın 125. maddesine dayalı olarak Kurul’un hukuki sorumluluğunu doğurur. Önemle belirtelim ki, SPK’nın işlem ve eylemleri dolayısıyla hukuki sorumluluğunun bulunması, yatırımcılara SerPK’nın 10, 14/2 ve 32. maddeleri çerçevesinde Kurul’a karşı bir dava hakkı tanımaz. Bu düzenlemeler özü itibarıyla yatırımcıları SPK’nın işlem ve eylemlerine karşı korumaya yönelik normlar değildir. SPK’ya karşı açılacak bir sorumluluk davası, Anayasa’nın 125. maddesine dayanan ve 2577 sayılı İdari Yargılama Usulü Kanunu’na tabi olacak bir tam yargı davasıdır.

Kanun koyucu, izahname için dereceli (kademeli) bir sorumluluk şekli öngörmüştür. Sorumluluğun dereceli olması, davacı sıfatı bulunan kişilerin kural olarak ihraççıyı sorumlu tutmasını; ancak, “*zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde*” ikinci derecede yer alan kişilerin sorumluluğuna başvurabilmesini ifade eder. Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme gibi raporları hazırlayan kişilerin sorumluluğu ikinci derecede sorumlu kişilerden ayrı şekilde düzenlenmiştir. Dolayısıyla izahnamede yer alan bilgiler dolayısıyla bu tür kişilerin sorumluluğuna başvurulabilmesi için öncelikle ihraççıya başvurulması gerekmektedir.

Kanun koyucunun izahnameden doğan sorumlulukta dereceli sistemi tercih etmesinin isabetli olduğunu söyleyebilmek güçtür. Zarar görenlerin ihraççıya dava açıp bu süreçten sonuç alamamasının beklenmesi, ikinci dereceden sorumlulardan zararını tazmin edebilme ihtimalini oldukça zayıflatmaktadır. Yabancı ülke hukuklarında da

benimsenmeyen bu sistemin ortadan kaldırılması sermaye piyasasının fonksiyonlarının ve yatırımcıların korunması esasına uygun olacaktır.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta SerPK m. 32/1. fıkrası ile kaynağını kanundan alan müteselsil sorumluluk öngörülmüştür. Müteselsil sorumluluğun öngörülmüş olmasının önemli bir somut sonucu da yatırımcılara şirket dışındaki sorumlu kişilere doğrudan başvuru imkânı sunmasıdır. Yatırımcının, özellikle hâlihazırda şirket ortağı olduğu durumlarda zararını şirkete tazmin ettirdiğinde bunun şirket üzerinde yaratacağı olumsuz sonuçların doğmaması için zararının doğmasında kusuru bulunan diğer sorumlu kişilere başvurma imkânına sahip olması yatırımcının korunması ilkesi açısından da işlevseldir.

SerPK m. 10/1. fıkrasında izahnameden ikinci derecede sorumlular için *“kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu”* olduklarının ifade edilmesi, bu kişilerin sorumluluğunun *farklılaştırılmış teselsül* niteliğinde olmasına yol açar. Yine, SerPK m. 14/2. fıkrası ile finansal tablo ve raporlardan ihraççı ile *“kusurlarına ve durumun gereklerine göre”* ihraççının yönetim kurulu üyeleri sorumlu tutularak yönetim kurulu üyeleri için TTK’da yer alan sorumluluk hükümlerine paralel şekilde ve isabetli olarak farklılaştırılmış müteselsil sorumluluk esası benimsenmiştir. Farklılaştırılmış teselsül, birden fazla sorumlu kişiden her birinin işlem ve eylemlerinin doğan zarara etkisi dikkate alınarak sorumlu oldukları miktarın belirlenmesini ifade eder. Bu bağlamda, kusurun derecelendirilmesine yönelik olarak iç ilişkide ileri sürülmesi mümkün olan hususların dış ilişkide de ileri sürülmesi imkânı doğar. Şu hâlde, sorumlu kişiler, bireysel indirim sebepleri ileri sürülebilecek ve *“kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde”* sorumlu olacaklardır. Her ne kadar TTK m. 557/2. fıkrasındaki gibi bir hükme SerPK’da açıkça yer verilmese de, davacının birden fazla sorumluyu bir arada dava etmesi mümkündür. Zira bu durum, farklılaştırılmış teselsülün temel bir özelliğidir. Dolayısıyla TTK m. 557/2. fıkrası izahnameden doğan sorumlulukta kıyasen uygulama alanına sahiptir. Bu şekilde, zarar gören yatırımcı, kusur ve zarardan kimin ne oranda sorumlu olduğuna dair hesap yaparak dava açma zorunluluğundan kurtulmaktadır. Hâkim aynı davada her bir davalının tazminat borcunu belirlemekle yükümlüdür. Bu durum, kamuyu aydınlatma belgelerindeki tazminat miktarının hesabına ilişkin olarak TBK m. 50/2 ile 51/1 hükümlerinden yararlanılması önerimizle de uyumludur. Farklılaştırılmış teselsül ilkesinin sunduğu bu olanak sayesinde, davacının birden fazla kişi hakkında sorumluluk davası açması hâlinde bütün davalılar tek bir davalı gibi düşünülmektedir. Bunun sonucu

olarak da davanın bazı davalılar hakkında reddedilmesi ya da kısmen kabulü davacının aleyhine yargılama giderlerine karar verilmesine engel olur.

SerPK m. 32/7. fıkrasına göre, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu hafifleten ya da kaldıran anlaşmalar, hüküm veya ifadeler geçersizdir. Sorumsuzluk anlaşmaları, ayrı bir anlaşma olabileceği gibi ilgili belgenin içinde bir sorumsuzluk klozu şeklinde de karşımıza çıkabilir. Her iki durumda da söz konusu kayıtlar kesin olarak geçersizdir.

SerPK m. 32/6. fıkrası ile emredici nitelikte olmak üzere, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan tazminat talebinin, dördüncü fıkradaki zararın meydana geldiği tarihten itibaren altı ay içinde zamanaşımına uğrayacağı kararlaştırılmıştır. Bu düzenlemeyle izahname de dahil olmak üzere bütün kamuyu aydınlatma belgeleri özel zamanaşımına tabi tutulmuştur. Zamanaşımının başlangıç anı konusunda SerPK m. 32/4'e atıf yapılarak Kanunda bir taraftan sermaye piyasası aracının satışı ile zamanaşımı süresinin başlayacağı öngörülmüştür. Bu durumda SerPK m. 32/4. fıkrasında ifade edilen ters işlem gerçekleşmediği müddetçe zararın gerçekleşmeye devam ettiğinden bahisle sürenin başlamayacağı kabul edilmiştir.

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davaları, salt malvarlığı zararlarının giderilmesine yönelik bir tazminat davası olduğundan *eda davası* niteliğindedir. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta borsada alım satım işlemlerine konu edilen sermaye piyasası araçlarından doğan hukuki zararın karşılanması söz konusu olduğundan, bu davaların, *mutlak ticari dava* olarak kabulü uygun olacaktır. TTK'nın m. 4/2. fıkrasına göre kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davasının değeri beşyüz bin Türk Lirasını geçmediği durumlarda basit yargılama usulü uygulanır. Ayrıca, TTK m. 1521 gereğince, dava konusunun beşyüz bin Türk Lirasının üstünde olduğu durumlarda da, davanın pay sahibi tarafından şirkete ya da yönetim kurulu üyeleri aleyhine açıldığı durumlarda da basit yargılama usulünün uygulanması söz konusu olacaktır. Bunların dışındaki durumlarda ise genel kural olan yazılı yargılama usulü geçerlidir. Davanın mutlak ticari dava niteliğinde olması, asliye ticaret mahkemesini görevli kılmaktadır. Yetkili mahkeme konusunda ise genel kuralı oluşturan HMK m. 6/2. fıkrasına göre, davalı gerçek veya tüzel kişinin davanın açıldığı tarihteki yerleşim yeri mahkemesi yetkilidir. Keza sorumlular aleyhinde şirketin merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinde dava açılabileceğini öngören TTK m. 561'in kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davalarında kıyasen uygulama alanına sahip olduğu da düşünülebilir.

Son olarak belirtelim ki, bu çalışmada, ulusal ve uluslararası düzlemde geçmiş dönemlerden elde edilen birikimler de göz önüne alınarak oluşturulan pozitif düzenlemeler çerçevesinde *olan* ve *olması gereken* hukukun ortaya konulması amaçlanmıştır. şirketler hukuku ve sermaye piyasası hukukunun i i geçtiği ve niteliği gereği son derece dinamik olan bu alanda ekonomik yaşam ile hukuki düzen arası etkileşim gitgide artan bir yoğunluk içerisinde devam edecektir. Bundan sonraki hukuki düzenlemeler de, piyasada gerçekleşen olumlu ve olumsuz olaylardan edinilen tecrübeler çerçevesinde kanun koyucunun tercihleri doğrultusunda şekillenecektir.



## KAYNAKÇA

### Basılı Eserler

- Adalı, S.** : Bir Risk Ölçüm Aracı Olarak Kredi Derecelendirme ve Getiri Analizi: İMKB Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2011.
- Adıgüzel, B.** : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2017/1, C. 3, s. 1-8.
- Adıgüzel, B.** : Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2017 (Sermaye Piyasası Hukuku).
- Ağır, O./Turhan, A.:** Demokratik Toplumda Bilginin Önemi ve Bilgi Edinme Hakkı Kanunu, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 5, S. 2, s. 283-312.
- Akbulak, Y.** : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma, LHD 2017, C. 15, S. 172, s. 1823-1871.
- Akbulak, S./Akbulak, Y.:** Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004.
- Akdağ Güney, N.** : Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 2. Baskı, İstanbul 2010 (Hukuki Sorumluluk).
- Akdağ Güney, N.** : Anonim Şirket Yönetim Kurulu, İstanbul 2012 (Yönetim Kurulu).
- Akdoğan, N./Tenker, N.:** Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 11. Baskı, Ankara 2007.
- Akerlof, G. A.** : The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics 1970, Vol. 84, No: 3, s. 488-500.
- Akıntürk, T.** : Müteselsil Borçluluk, Ankara 1971.
- Akman, G. S.** : Sorumsuzluk Anlaşması, İstanbul 1976.
- Aksu Özkan, R.** : Finansal Tabloların Tutulması ve Hukuksal Sonuçları, İstanbul 2019.
- Altaş, S.** : Şirket Denetimi, 6. Baskı, Ankara 2015.
- Altay, A. S.** : Anonim Ortaklıklar Hukukunda Denetim Komitesinin Hukuki İşlevleri, Batider 2009, C. 25, S. 4, s. 595-619.
- Anthony, K. R.** : Secondary Liability under Section 12(2) of the Securities Act of 1933, Northwestern University Law Review 1983, s. 832-860.

- Apak, S./Taşçıyan, K. H.:** Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türkiye Uygulaması, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2011, s. 76-89.
- Arı, Z.** : Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sivas 1996.
- Arık, H. E.** : Cumhuriyet Döneminde Menkul Kıymetler ve Borsa (1923-1985), Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2010.
- Arkan, S.** : Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara 1976.
- Arkan, S.** : Ticarî İşletme Hukuku, 26. Bası, Ankara 2020.
- Arslan, R./Yılmaz, E./Taşpınar Ayvaz, S./Hanağası, E.:** İcra ve İflâs Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2019 (İcra ve İflâs Hukuku).
- Arslan, R./Yılmaz, E./Taşpınar Ayvaz, S./Hanağası, E.:** Medenî Usul Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2019 (Medenî Usul Hukuku).
- Assmann, H. D./Schlitt, M./Kopp-Colomb, W:** WpPG/VermAnlG Kommentar, 3. Auflage, Köln 2017 (WpPG).
- Assmann, H. D.** : Handbuch des Kapitalanlagerechts (Hrsg. Assmann, H. D./Schütze, R. A.), 4. Auflage, München 2015.
- Atalay, O.** : Pekcanıtez Usûl Medeni Usûl Hukuku, 15. Bası, İstanbul 2017.
- Ay Kaplan, Ü.** : Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Gözetim Görevi, Ankara 2017.
- Aydoğan, G.** : Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, İstanbul 2013 (HDT).
- Aydoğan, G.** : Yeni Düzenlemeler Işığında Sermaye Piyasası Araçları, Eurasian Business & Economics Journal, October 2016, Vol. S2, s. 177-192.
- Aydoğan, G.** : Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhraç Kararları, Batider 2017, C. 33, S. 4, s. 231-268 (Menkul Kıymet İhraç Kararları).
- Ayoğlu, T.** : Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2008 (Halka Arz).
- Ayoğlu, T.** : İzahnameden Doğan Sorumluluk, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul 2009, s. 639-658 (İzahnameden Doğan Sorumluluk).



- Ayoğlu, T.** : Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi, Türk Ticaret Kanunu'na İlişkin İkincil Mevzuatın Değerlendirilmesi, (Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi-15 Aralık 2013), s. 35-50 (Yıllık Faaliyet Raporu).
- Aytaç, Z.** : Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler, AÜSBFD 1985, C. 40, S. 1, s. 229-253 (Çok Ortaklı Şirketler).
- Aytaç, Z.** : Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988 (Sermaye Piyasası Hukuku).
- Aytaç, Z.** : Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?, Rekabet Kurumu Perşembe Konferansları, Ankara 2001, s. 3-29 (Yatırımcının Korunması).
- Bahtiyar, M.** : Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş, İstanbul 2019.
- Bakan, J.** : Şirket, 1. Baskı, İstanbul 2007.
- Baskıcı, M.** : Bilgi Ekonomisinin Bazı Kavramları: Güvende Aldatma ve Aleyhte Seçim Üzerine Bir İnceleme, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Tartışma Metinleri, No:27, Ankara 2000. (<http://politics.ankara.edu.tr/dergi/tartisma/2000/bilgi-ekonomisi.pdf>).
- Bayazıtlı, E./Çelik, O./Gürdal, K.:** Genel Muhasebe, 2. Baskı, Ankara 2016.
- Baysal, B.** : Haksız Fiil Hukuku, İstanbul 2019.
- Bilge, M. E.** : Ticari Sırların Korunması, 2. Baskı, Ankara 2005.
- Booth, R. A.** : The End of the Securities Class Action as We Know It, Berkeley Business Law Journal 2007, Vol. 4.1, s. 1-36.
- Bozer, A./Göle, C.** : Kıymetli Evrak Hukuku, 9. Bası, Ankara 2020 (Kıymetli Evrak Hukuku).
- Bozer, A./Göle, C.** : Ticari İşletme Hukuku, 6. Bası, Ankara 2020 (Ticari İşletme Hukuku).
- Brandeis, L. D.** : Other People's Money and How the Bankers Use It, New York 1914.
- Brinckmann, H.** : Foundations (içinde European Capital Markets Law, Ed.: Rüdiger Veil), 2nd Edition, Oxford and Portley 2017, s. 263-279 (Foundations).

- Brinckmann, H.** : Periodic Disclosure (içinde European Capital Markets Law, Ed.: Rüdiger Veil), 2nd Edition, Oxford and Portley 2017, s. 311-342 (Periodic Disclosure)
- Burn, L.** : Disclosure in the EEA securities markets-making sense of the puzzle, Capital Markets Law Journal 2008, Vol. 3, Issue 2, s. 139-153.
- Burn, L/Greene, E.** : What are capital markets and what are they for?, Capital Markets Law Journal 2016, Vol. 11, Issue 3, s. 340-351.
- Busch, D./Avgouleas, E./Ferrarini, G.:** Capital Markets Union in Europe, Oxford 2018.
- Camenzind, C. A.:** Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleiheobligationen und Notes, Zürich 1989.
- Can, S.** : Ortaklığa Dayalı Kitleli Fonlamanın Ülkemiz Sermaye Piyasalarına Entegrasyonuna İlişkin Öneriler ve KOBİ'lerin Finansmanındaki Rolü, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2017.
- Coffee, J. C.** : Causation by Presumption-Why The Supreme Court Should Reject Phantom Loses and Reverse Broudo, The Business Lawyer 2005, Vol. 60, s. 533-548.
- Coşkun, M.** : Kamunun Aydınlatılması ve Sermaye Piyasaları Açısından Önemi, (içinde Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri, Ed.: Nurhan Aydın), Eskişehir 2009, s. 1-40.
- Çağa, T.** : Özel Hüküm Genel Hükümü Daima Bertaraf Eder Mi?, TBB Dergisi 1991, S. 3, s. 366-375.
- Çağlayan Aksoy, P.** : Hukuka ve Ahlâka Aykırılık Unsurları Çerçevesinde Salt Malvarlığı Zararlarının Tazmini, İstanbul 2016.
- Çamoğlu, E.** : Sermaye Ortaklıklarının İnternet Sitesi Açma ve Burada Yasada Öngörülen İçerikleri Yayımlama Yükümlülüğüne Aykırı Davranmanın Yaptırımı Nedir?, Batider 2011, C. 27, S. 4, s. 5-12.
- Çatakoğlu, B.** : Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2016, S. 11, s. 118-132 (İzahnameden Doğan Sorumluluk).
- Çatakoğlu, B.** : Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, Ankara 2016 (Borçlanma Araçları).

- Çelebican, G.** : Bankalarla İlişkileri Bakımından Sermaye Piyasası, Batider 1966, C. 3, S. 4, s. 690-703.
- Çelebican, G.** : Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler ve Türk Bankacılığı, Ankara 1974 (Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler).
- Çelik, A.** : Bağımsız Denetim Kuruluşlarının Sorumluluğu, Ankara 2005 (Bağımsız Denetim).
- Çelik, O.** : Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuya Açıklama, Muhasebe ve Denetime Bakış, Şubat 2002, s. 75-89 (Gönüllü Kamuya Açıklama).
- Çelik, O.** : İşletmelerde Muhasebe Bilgisi ve Şirket Demokrasisi, Ankara 2007 (Şirket Demokrasisi).
- Çetin, N.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2011, C. 15, S. 1, s. 1-23.
- Çetin, N./Töremiş, H. E./Cantimur, Z.:** 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematiik Analizi, Ankara 2014.
- Çevik, K.** : Ekonomi Hukuku, Ankara 1986.
- Çoştan, H./Çetin, N. :** Sermaye Piyasası Kurulu ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun Hukuki Sorumluluğunun Sınırlandırılması Üzerine Bir İnceleme, Batider 2014, C. 30, S. 1, s. 79-119.
- Dal, S./Çalış, Y. E.** : Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Anonim Şirket Yönetim Kurulunun “Muhasebe ve Finans Denetim” Sisteminin Kurulmasına İlişkin Devredilemez Görev ve Yetkisi, Mali Çözüm Dergisi 2012, Yıl 22 (Kasım-Aralık) s. 71-83.
- Davies, P.** : Review of Issuer Liability (Final Report, June 2007) ([http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20080910152810/http://www.hmtreasury.gov.uk/media/4/7/davies\\_review\\_finalreport\\_040607.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20080910152810/http://www.hmtreasury.gov.uk/media/4/7/davies_review_finalreport_040607.pdf), 01.03.2018).
- Davies, P.** : Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections, Journal of Corporate Law Studies 2009, Vol. 9, October, s. 295-313 (Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections).

- Davies, P.** : Liability for Misstatements to the Market, Capital Market Law Journal 2010, Vol. 5, No. 4, s. 443-451 (Liability for Misstatements to the Market).
- Demir, A.** : Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatması, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2007 (Kamuyu Aydınlatma).
- Demir, E.** : Sermaye Piyasası Kurulu'nun Anonim Şirketlerdeki Yönetim Kuruluna İlişkin Kurumsal Yönetim İlkeleri, 1. Baskı, İstanbul 2013.
- Demir, G.** : Anonim Şirketler Hukukunda Dürüst Resim İlkesi, Yayımlanmamış Doktora Tezi, İzmir 2018.
- Dennis, R. J.** : Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Receipt for the Total Mix, William and Mary Law Review 1984, Vol. 25, Nu. 3, s. 373-419.
- De Jong, B./Arons, T.:** Capital Markets Union in Europe (Editors: Busch, D./Avgouleas, E./Ferrarini, G.), Oxford 2018.
- Dinç, İ.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, İstanbul 2006.
- Doğan, M./Ertugay, E.:** Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına Göre Kapsamlı Gelir Tablosu ve Örnek Uygulama, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi 2010, C. 3, S. 3, s. 117-138.
- Duman, H.** : Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB'de Bir Uygulama, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan 2011, s. 95-132.
- Easterbrook, F. H./Fischel, D. R.:** Mandatory Disclosure and The Protection of Investors, Virginia Law Review 1984, Vol. 70, s. 669-715.
- Enriques, L./Gilotta, S.:** Disclosure and Financial Market Regulation, The Oxford Handbook of Financial Regulation (Edit. Moloney, N./Payne, J.), Oxford 2015.
- Eminoğlu, C.** : Türk Ticaret Kanunu'na Kurumsal Yönetim (Corporate Governance), İstanbul 2014.
- Erb, A.** : Der Prospekt und die Prospekthaftung bei Anleihens-Emissionen am Schweizerischen Kapitalmarkt, Basel 1986.
- Eren, E.** : Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu, İstanbul 2010.

- Eren, F.** : Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Ankara 2014 (Özel Hükümler).
- Eren, F.** : Sorumluluk Hukuku Açısından Uygun İlliyet Bağı Teorisi, Ankara 1975.
- Eren, F.** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 21. Baskı, Ankara 2017 (Genel Hükümler).
- Erol, İ.** : Ekonomi Açısından Devlet ve Piyasa, AÜSBFD 1992, C. 47, S. 3, s. 145-154.
- Ertugay, E.** : Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuyu Aydınlatma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2006.
- Ertugay, E./Gülençer, İ./Tünel, R. K.** : Gönüllü Kamuyu Aydınlatmanın Sistematik Risk Üzerindeki Etkisi, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi 2016, C. 18, Özel Sayı-1, s. 201-230.
- Falcıoğlu, M. Ö.** : Anonim Şirket Finansal Tablolarında TTK 515 Kapsamında Dürüst Resim İlkesine Uygunluk ve İlkeye Aykırılığın Sonuçları, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2016, C. 11, S. 137-138, s. 69-102.
- Fama, E. F.** : Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance 1970, Vol. 25, No. 2, s. 383-417.
- Fertekligil, A.** : Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi, İstanbul 2000.
- Fleischer, H.** : Zur Haftung bei fehlendem Verkaufsprospekt im deutschen und US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, WM 39/2004, s. 1897-1944.
- Fleischer, H.** : Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation (içinde Handbuch des Kapitalanlagerechts, Hrsg. Assmann, H. D./Schütze, R. A.), 4. Auflage, München 2015. (Kapitalmarktkommunikation).
- Fox, M. B.** : Rethinking Disclosure Liability in the Modern Era, Washington University Law Quarterly 1997, Vol. 75, s. 903-918 (Disclosure Liability).
- Fox, M. B.** : Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions, The Business Lawyer 2005, February, Vol. 60, s. 507-532 (Causation).
- Fox, M. B.** : Civil Liability and Mandatory Disclosure, Columbia Law Review 2009, Vol. 109, No. 2, s. 237-308 (Mandatory Disclosure).

- Frankel, T.** : The Failure of Investor Protection by Disclosure, University of Cincinnati Law Review 2012, Vol. 81, s. 421-442.
- Göktürk, K./Can, M. Ç.:** Farklılaştırılmış Teselsülün –Özellikle- Dış İlişki Bakımından Anlamı ve Bankacılık Kanununun Şahsi İflas Sorumluluğu ile Karşılaştırılması, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2011, C. 2, S. 2, s. 247-282.
- Göle, C.** : Ticaret Hukuku Açısından Aldatıcı Reklamlara Karşı Tüketicinin Korunması, Ankara 1983.
- Gören, Ö.** : Finansman Hukuku, Ankara 2008.
- Gözler, K.** : İdare Hukukuna Giriş, Bursa 2006.
- Gözüyeşil, F. F.** : Sermaye Piyasası Hukukunda İzahnameden Doğan Sorumluluk, Ankara 2019.
- Green, J.** : Civil Liability to Stockholders Under the Securities Act of 1933 and Remedy by Class Action, San Diego Law Review 1965, Vol. 2, s. 34-53.
- Groß, W.** : Kapitalmarktrecht, 6. Auflage, München 2016.
- Grunewald, B./Schlitt, M.:** Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, München 2014.
- Günay, E. D.** : Kamuyu Aydınlatma İlkesinin 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanununa Yansımaları, Terazi Hukuk Dergisi 2013, S. 77, s. 20-22.
- Günday, M.** : İdare Hukuku, 10. Baskı, Ankara 2011.
- Gündoğdu, A.** : Türkiye’de Sermaye Piyasasının Değişen Yüzü, Ankara 2015.
- Gürbüz Usluel, A. E. :** Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticarî Sırrın Korunması, İstanbul 2009.
- Habersack, M.** : Handbuch der Kapitalmarktinformation (Hrsg. Habersack, M./Mülbert, P. O./Schlitt, M.), München 2013.
- Halfmeier, A.** : Zivilprozessordnung Kommentar (Hrsg. Prütting, H./Gehrlein, M.), 10. Auflage, München 2018.
- Hanağası, E.** : Davada Sıfat Kavramına İlişkin Yeni Bir Yaklaşım Denemesi, MİHDER 2015, S. 32, s. 53-90.
- Hasırcı, H./Tekin, U.:** Evaluation of the Turkish Commercial Code Art. 5/A Related To Mediation As A Procedural Requirement in Commercial Actions,

- Law&Justice Review December 2019, Year:10, Issue:19, s. 119-141.
- Hatemi, H.** : Hukuka ve Ahlâka Aykırılık Kavramı ve Sonuçları (özellikle B.K. 65 kuralı), İstanbul 1975.
- Hellgardt, A.** : Kapitalmarktdeliktsrecht, Tübingen 2008.
- Helvacı, M.** : Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2013/2 (Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu 26.10.2013), s. 77-95 (Farklılaştırılmış Teselsül).
- Helvacı, M.** : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun (Ve Tebliğlerin) Genel Değerlendirmesi, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (23.12.2015), İstanbul 2019, s. 61-71.
- Hopt, K. J.** : Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 1995, s. 135-163.
- Hopt, K. J.** : Die Haftung für Kapitalmarktinformatoren - Rechtsvergleichende, Rechtsdogmatische und rechtspolitische Überlegungen-, WM 2013, Heft:3, s. 101-112 (Die Haftung für Kapitalmarktinformatoren).
- Hopt, K. J./Voigt, H. C.:** Prospekt- und Kapitalmarktinformatorenhaftung in den Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft, der Schweiz und den USA, Jahrbuch 2003/2004 (<https://www.mpg.de/850684/forschungsSchwerpunkt1.pdf>, 15.10.2017).
- İnceoğlu, M. M.** : Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004.
- İhtiyar, M.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006.
- Kabağağaç, S./Alova, E.:** Latince Türkçe Sözlük, İstanbul 1995.
- Kabaalioğlu, H. A.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Bir Karar: İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu, Batider 1980, C. 10, S. 3, s. 773-808 (İzahname Sorumluluğu).
- Kabaalioğlu, H. A.** : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985 (Kamuyu Aydınlatma İlkesi).

- Kabaalioglu, H. A.** : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Türk Ticaret Kanunu'nun 30. Yılı Semineri, İstanbul 1988, s. 521-553 (1988).
- Kalabalık, H.** : İdare Hukukunda Takdir Yetkisi Kavramı ve Benzer Kurumlarla Karşılaştırılması, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1997, Prof. Dr. Naci Kınacıoğlu'na Armağan, C. 1, S. 2, Ankara 1997, s. 205-232.
- Kalkan, O.** : Sermaye Piyasası Uyuşmazlıklarında Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yöntemleri, Ankara 2019.
- Kalkan Oğuztürk, B.:** Güven Sorumluluğu, İstanbul 2008.
- Kanıslı, E.** : İsviçre-Türk Borçlar Hukukuna Göre Sözleşmenin Kurulmasında Hata, İstanbul 2018.
- Kapancı, K. B.** : Birlikte Borçlulukta Borçlular Arası İlişkiler, 2. Bası, İstanbul 2015.
- Kara, S.** : Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, SÜHFD 2015, C. 23, S. 2, s. 131-172.
- Karayağın, Y.** : Muhasebe Hukuku, Ankara 1988 (Muhasebe Hukuku).
- Karayağın, Y.** : Tebliğle İlgili Tartışmalar (içinde Türk Ticaret Kanunu'nun 30. Yıl Semineri), İstanbul 1988 (Tebliğle İlgili Tartışmalar).
- Karayağın, Y.** : Avrupa Topluluğu-Muhasebe Hukuku, Batider 1990, C. 15, S. 4, s. 27-80 (Avrupa Topluluğu-Muhasebe Hukuku).
- Karayağın, Y.** : Pazar Ekonomisi ve Hukuk, Batider 1992, C. 16, S. 4, s. 87-100.
- Karayağın, Y.** : Türkiye'de Üst Kuruluşlar Alanında Yeni Gelişmeler "Konsolide Mali Tablolar", Batider 1992, C. 16, S. 4, s. 107-111.
- Karayağın, Y.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Gelişmeler, Batider 1996, C. 18, S. 4, s. 113-125 (Yeni Gelişmeler).
- Karayağın, Y./Yongalık, A.:** Hukukda Öğretim-Kaynaklar-Metod Problem Çözme, 7. Baskı, Ankara 2008.
- Karacan, A. İ.** : Sermaye Piyasası Hukuku (Yazılar), C. 1, İstanbul 2017.
- Karşı, M.** : Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul 1989.
- Kalss, S.** : Recent Developments in Liability for Nondisclosure of Capital Market Information, International Review of Law and Economics 2007, s. 70-95.
- Kaufman, M. J.** : Living in A Material World: Strict Liability Under Rule 10b-5, Capital University Law Review 1990, Vol. 19:1, s. 1-78.



- Kaya, A.** : Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara 2001.
- Kazgan, H.** : Galata Bankerleri, İstanbul 1991.
- Kazgan, H./Ateş, T./Tekin, O./Koraltürk, M./Soyak, A./Eroğlu, N./Kaban, Z.:** Osmanlı'dan Günümüze Türk Finans Tarihi, İstanbul 1999.
- Kendigelen, A.** : Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 2. Bası, İstanbul 2012 (Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler).
- Keskin, M.** : Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, İstanbul 2018.
- Kılıç, M./Benligiray, Y.:** Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Süreci, Denetişim 2012/9, s. 60-73.
- Kılıç, S.** : Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Ankara 1997.
- Kılıçoğlu, A. M.** : Borçlar Hukuku (Genel Hükümler) 23. Bası, Ankara 2019.
- Kırca, Ç.** : Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk, Ankara 2004.
- Kırca, İ./Şehirali Çelik, F. H./Manavgat, Ç.:** Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, Ankara 2013.
- Klöhn, L.** : Problem Schadensberechnung: Neues vom US Supreme Court zur Haftung wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation, RIW 2005, 728-735.
- Klöhn, L.** : Marktbetrug (Fraud on the Market), ZHR 178/2014, s. 671-714 (Marktbetrug).
- Kocabıyık, S.** : Bağımsız Denetçinin Üçüncü Kişilere Karşı Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2018.
- Kocaer, Ş.** : Şirket Yeniden Yapılandırmaları, 3. Baskı, Ankara 2015.
- Koçhisarlıoğlu, C.** : Objektif Sorumluluğun Genel Teorisi, Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1984, C. 2, S. 2, s. 175-305.
- Kolcuoğlu, U.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, İstanbul 2009.
- Kondak, N./Yayla, H. E.:** Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu, İstanbul 2002.
- Kraakman, R./Armour, J./Davies, P./Enriques, L./Hansmann, H./Hertig, G./Hopt, K./Kanda, H./Pargendler, M./Ringe, W. G./Rock, E.:** The Anatomy of Corporate Law, 3rd Edition, Oxford 2017.

- Kulms R.** : Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung (Hrsg. Hopt, K. J./Voigt, H. C.), Tübingen 2005.
- Kutlu Gürsel, M.** : Sermaye Piyasası Kurulu'nun Denetimi", İrfan Baştuğ Anısına Armağan, DEÜHFD 2005, C. 7, Özel Sayı, s. 493-554 (SPK'nın Denetimi).
- Küçüksözen, C.** : Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999.
- Kütükçü, D.** : Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü'nü İhlal Etmelerinden Doğan Hukuki Sorumluluklar, İstanbul Barosu Dergisi 2004, C. 78, S. 1, s. 37-83 (Kamuyu Aydınlatmadan Sorumluluk).
- Kütükçü, D.** : Sermaye Piyasası Hukuku, Birinci Cilt, İstanbul 2004 (Sermaye Piyasası Hukuku).
- Kütükçü, D.** : Çağdaş Bir Finans Hukuku, C. 1, Ankara 2010 (Finans Hukuku).
- Kütükçü, D.** : Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Dağıtılması ve Halka Dağıtımdan Doğan Sorumluluk, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 9, S. 117-118, s. 175-182.
- Langenbucher, K.** : Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, München 2018.
- Langevoort, D. C.** : Disclosures That "Bespeak Caution", The Business Lawyer 1994, Vol. 49, s. 481-503.
- Lenoir, F. H.** : Prospekthaftung im Zusammenhang mit Going Publics, Zürich 2004.
- Loewenstein, M. J.** : Thinking Fast and Slow About the Concept of Materiality, SMU Law Review 2018, Vol. 71, Issue 3 (Texas Gulf Sulphur 50th Anniversary Symposium Issue), s. 853-868.
- Macey, J. R./Miller, G. P./Mitchell, M. L./Netter, J. M.:** Lessons From Financial Economics: Materiality, Reliance, And Extending The Reach of Basic V. Levinson, Virginia Law Review 1991, Vol. 77, s. 1017-1049.
- Maier Reimer, G./Seulen, G.:** Handbuch der Kapitalmarktinformatiion (Hrsg. Habersack, M./Mülbert, P. O./Schlitt, M.), München 2013.
- Manavgat, Ç.** : Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991 (Aracı Kurumlar).

- Manavgat, Ç.** : Türk Hukukunda “İçerden Öğrenen” Kavramı, Batider 1998, C. 19, S. 4, s. 177-204 (İçerden Öğrenen).
- Manavgat, Ç.** : Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara 2008 (İşleme Dayalı Manipülasyon).
- Manavgat, Ç.** : Türk Ticaret Kanunu’nun Halka Arz Kavramına Yaklaşımı, 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nu Beklerken (Marmara Üniversitesi, 10-12 Mayıs 2012), HAD 2012, C. 18, S. 2, s. 401-410.
- Manavgat, Ç.** : Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016 (HAAO).
- Manavgat, Ç.** : Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına Halka Arz ve Sermaye Artırımı, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (6-7 Haziran 2013, İstanbul), Ankara 2017, s. 117-139 (Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına).
- Manavgat, Ç.** : Bilgiye Dayalı Manipülasyonda Menfaat Elde Etme Şartının Yerindeliği, Batider 2017, C. 33, S. 2, s. 29-41 (Bilgiye Dayalı Manipülasyon).
- Manavgat, Ç.** : Anonim Ortaklıklarda Dürüst Resim İlkesi Kapsam ve İlkeye Aykırılığın Finansal Tabloların Geçerliliğine Etkisi, Batider 2019, C. 35, S. 4, s. 5-27 (Dürüst Resim İlkesi).
- Manavgat, Ç.** : Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul 2019, s. 765-786 (Kitle Fonlaması).
- Meral, N.** : Türk ve ABD Hukukunda Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumlulukta Zararın Doğduğu An, Ankara Hacı Bayram Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2019, C. 23, S. 2, s. 121-154 (Zararın Doğduğu An).
- Meral, N.** : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2020 (Hukuki Sorumluluk).
- Memiş, T./Turan, G.:** Sermaye Piyasası Hukuku, 1. Bası, Ankara 2015.
- Moloney, N.** : How to Protect Investors, Cambridge 2010.

- Moroğlu, E.** : Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu, 40. Yılında Türk Ticaret Kanunu, İstanbul 1997, s. 60-68 (TTK ve SerPK).
- Moroğlu, E.** : Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, Değerlendirme ve Öneriler, 2. Bası, İstanbul 2005.
- Möllers, T. M. J./Leisch, F. C.:** Kölner Kommentar zum WpHG (Hrsg. Hirte, H./Möllers, T. M. J.), 2. Auflage, Köln 2014.
- Möllers, T.M.J./Pregler, B.:** Zivilrechtliche Rechtsdurchsetzung und kollektiver Rechtsschutz im Wirtschaftsrecht, ZHR 176/2012, s. 144-183.
- Mutlu Uşaklı, S.** : Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri, İstanbul 2010 (2010).
- Mutlu Uşaklı, S.** : Halka Arz Kavramı ve Halka Arzın Hukuki Niteliği, İstanbul Barosu Dergisi 2011, C. 85, S. 6, s. 159-171 (2011).
- Mutluer, K./Uslu, M. S./Bildirici, Z.:** Sermaye Şirketlerinin Denetimi, 1. Baskı, İstanbul 2013.
- Münyas, T.** : Sermaye Piyasası Araçları, İstanbul 2017.
- Nomer, H. N.** : Haksız Fiil Sorumluluğunda Maddi Tazminatın Belirlenmesi, İstanbul 1996.
- Nomer Ertan, N. F.** : Haksız Rekabet Hukuku, İstanbul 2016.
- Nomer Ertan, F.** : Sermaye Piyasası Hukukunun Hukuk Sistemimizdeki Yeri, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (03.11.2015), İstanbul 2019, s. 17-25 (Sermaye Piyasası).
- Noth, M./Grob, E.** : Rechtsnatur und Voraussetzungen der obligationenrechtlichen Prospekthaftung-ein Überblick, AJP/PJA 12/2002, s. 1435-1462.
- Odman Boztosun, A.:** Hukuksal Açıdan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği, Ankara 2013.
- Oğuzman, M. K./Öz, M. T.:** Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C. 2, 14. Bası, İstanbul 2018.
- Okakın, E.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İdare Hukuku Açısından Sermaye Piyasası (Ed.: Kutlu Gürsel, M.), Ankara 2016, s. 85-104.
- Or, Z.** : Bankaların Halka Açılması ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü: Hukuksal Bir Bakış Açısı, Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi 2011, C. 3, No:1, s. 39-49.

- Özbay, E.** : Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul 2004.
- Özekes, M.** : İcra Hukukunda Temel Haklar ve İlkeler, Ankara 2009.
- Özer, I.** : Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunamayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme, Batider 2018, C. 1, s. 37-92.
- Özkorkut, K.** : Türk Hukukunda Depo Sertifikaları, Ankara 2003.
- Özkorkut, K.** : Türk Sermaye Piyasasına Etkileri Yönünden Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda "Denetim", Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri (Uluslararası Konferans, 16-17 Aralık 2008), Ankara 2010, s. 379-399 (TTK Tasarısı'nda Denetim).
- Özkorkut, K.** : 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda Şirkete Borçlanma Yasağı, Finansal Raporlama ve Bağımsız Denetime İlişkin Değişiklikler, Batider 2012, C. 28, S. 3, s. 45-71 (Finansal Raporlama ve Bağımsız Denetime İlişkin Değişiklikler).
- Özkorkut, K.** : Avrupa Komisyonu'nun 2012 Yılı Türkiye İlerleme Raporunun Şirketler Hukuku Faslına Finansal Raporlama ve Denetim Açısından Doğru Okumak, Batider 2012, c. 28, s. 4, s. 243-246.
- Özkorkut, K.** : Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim, Ankara 2013 (Bağımsız Denetim).
- Özkorkut, K.** : Ticari Defterler Yönünden Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Usul Kanunu Çatışması, Ticaret Hukukuna Hukukun Diğer Alanlarıyla Birlikte Bakış Sempozyumu (15-16 Mayıs 2014), KKTC 2015, s. 121-139 (TTK-VUK Çatışması).
- Özkorkut, K.** : Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi ve Sorumluluk 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013) Ankara 2017, s. 153-184 (Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi).
- Özkorkut, K.** : Dürüst Resim İlkesi Çerçevesinde Finansal Tabloların Onaylanabilmesi İçin Aranması Gereken Kriterlerin Genel Kurul Kararlarının İptali Davalarında Yargıtay Kararlarına Etkisi, Ticaret

- Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XXXII (21 Aralık 2018), Ankara 2020, s. 53-80 (Dürüst Resim İlkesi).
- Pamukçu, F.** : Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2011/Nisan, s. 133-148.
- Paredes, T. A.** : Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, Washington University Law Quarterly 2003, Vol. 81, s. 417-485.
- Park, J. J.** : Assessing the Materiality of Financial Misstatements, The Journal of Corporation Law 2009, Vol. 34, s. 513-565.
- Paslı, A.** : Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance), 2. Bası, İstanbul 2005 (Kurumsal Yönetim).
- Paslı, A.** : Türk Hukukunda “Menkul Kıymet” Kavramı, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. II, İstanbul 2007, s. 1513-1579 (Menkul Kıymet).
- Paslı, A.** : Türk Ticaret Kanunundaki Sermaye Piyasası Hukukuna İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (03.11.2015), İstanbul 2019, s. 27-42.
- Paslı, A.** : Kurumsal Yönetim, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (08.02.2017), İstanbul 2019, s. 225-236 (Kurumsal Yönetim 2019).
- Poroy, R./Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.:** Ortaklıklar Hukuku I, 14. Bası, İstanbul 2019 (I).
- Poroy, R./Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.:** Ortaklıklar Hukuku II, 13. Bası, İstanbul 2017(II).
- Reisoğlu, S.** : Garanti Mukavelesi, Ankara 1963.
- Richter, S.** : Schadenszurechnung bei deliktischer Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktinformation, Tübingen 2012.
- Ringe, W. G./Hellgardt, A.:** The International Dimension of Issuer Liability –Liability and Choice of Law form a Transatlantic Perspective-, The University of Oxford Legal Research Paper Series, April 2010, Paper No: 37/2010, s. 2, 3 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1588112](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1588112)).
- Roberto, V./Wegmann, T.:** Prospekthaftung in der Schweiz, SZW/RSDA 2001/4, s. 161-178.

- Rüzgâr, E.** : Sermaye Piyasası Kanunu Uyarınca Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, s. 831-873.
- Sayar, Z.** : Uluslararası Muhasebe Standartları Kapsamında Halka Açık Bankalarda Kamuyu Aydınlatma Aracı Olarak Mali Tablolar, Muhasebe ve Denetime Bakış 2001, s. 73-80.
- Sayar, Z.** : Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması, Ankara 2003 (Banka Yatırımcıların Korunması).
- Sayılğan, G.** : İşletme Finansmanı, 7. Baskı, Ankara 2017.
- Schäfer, F. A.** : Stand und Entwicklungstendenzen der spezialgesetzlichen Prospekthaftung, ZGR 2006, s. 40-78.
- Seiler, O./Singhof, B.** : Frankfurter Kommentar WpPG und EU-ProspektVO (Hrsg. Berrar, C./Schnorbus, Y./Singhof, B./Wolf, C.), Frankfurt 2017.
- Somer, M.** : Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri, İstanbul 1990.
- Sönmez, Y. Z.** : Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1997.
- Şehirali Çelik, F. H.** : Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara 2008 (Şirket Ele Geçirmeleri).
- Tandoğan, H.** : Garanti Mukavelesi (Mahiyeti ve Benzeri Hukuki Münasebetlerden Tefriki), Ankara 1959.
- Tandoğan, H.** : Kusura Dayanmayan Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku, Ankara 1981 (Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku).
- Taner, B./Akkaya, C.** : Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, 3. Baskı, Ankara 2016.
- Tanör, R.** : Türk Sermaye Piyasası, C. 1, 2. Baskı, İstanbul 1999 (C. 1).
- Tanör, R.** : Türk Sermaye Piyasası, C. 2, İstanbul 2000 (C. 2).
- Tanör, R.** : Sermaye Piyasası Kanunu'nun Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Düzenlemeleri ve Bunların Bankalar Kanunu'na Tabi Kuruluşlara Uygulanabilirliği, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2002/1, Prof. Dr. Kemal Oğuzman'a Armağan, s. 661-698 (Kamunun Aydınlatılması).

- Tanör, R.** : Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası, İstanbul 2003 (Finansal Kriz).
- Tanör, R.** : Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Ortaklıklarda Denetim Mekanizmalarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Model Önerisi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2005/2, s. 231-267 (Denetim Mekanizmaları).
- Tekil, F.** : Anonim Şirketler Hukuku, 2. Bası, İstanbul 1998.
- Tekinalp, Ü.** : Anonim Ortaklıklar Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi ve Günümüzün Bazı Tartışmaları, İktisat ve Maliye Dergisi 1965, C. 11, S. 1, s. 20-22 (Kamuyu Aydınlatma İlkesi).
- Tekinalp, Ü.** : Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü ve Sorunları, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 1973, C. 38, S. 1-4, s. 445-482.
- Tekinalp, Ü.** : Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri (Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle), 2. Bası, İstanbul 1979 (Bilanço ve Yedek Akçeler).
- Tekinalp, Ü.** : İşletme İlgililerinin Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı, Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Ağustos-Kasım 1980, S. 21-22, s. 13-45 (Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı).
- Tekinalp, Ü.** : Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982 (Sermaye Piyasası Hukuku).
- Tekinalp, Ü.** : Anonim Ortaklığın Hesapları, 40. Yılında Türk Ticaret Kanunu, İstanbul 1997, s. 201-203.
- Tekinalp, Ü.** : Erişim Hakkı, Batider 2006, C. 23, S. 4, s. 5-12.
- Tekinalp, Ü.** : Türk Ticaret Hukukunda Küresel Bir Açılım: IFRS/TMS-TFRS, Batider 2007, C. 24, S. 2, s. 33-66 (IFRS/TMS-TFRS).
- Tekinalp, Ü.** : Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı, Uğur Alacakaptan'a Armağan, C. II, İstanbul 2008, s. 635-652.
- Tekinalp, Ü.** : Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 4. Bası, İstanbul 2015 (Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku).
- Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.:** Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu, 2. Bası, İstanbul 2018.



- Temizel, F.** : Yatırımcı İlişkileri Yönetiminin Kamunun Aydınlatılmasındaki Yeri, (içinde Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri, Ed.: Nurhan Aydın), Eskişehir 2009, s. 41-72.
- Teoman, Ö.** : Menkul Değer Borsaları ve Alman Sistemi, Tüm Makalelerim (1971-2001), C. I-II, 2. Bası, İstanbul 2012, s. 213-233.
- Tuğsavul Taşpolat, M.:** Kolektif Hukuki Yarar Çerçevesinde Topluluk Davaları, İstanbul 2016.
- Tuncer, S.** : Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), İstanbul 1985.
- Turan, G.** : Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2016, C. 20, S. 1, s. 191-231.
- Turanboy, A.** : Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Ankara 1990 (Insider Muameleleri).
- Turanboy, A.** : Ticari Sır, Prof. Dr. Tuğrul Ansay’a Armağan, Ankara 2006, s. 349-369 (Ticari Sır).
- Turanboy, A.** : 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun Sermaye Piyasası Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu (2-3 Haziran 2011), Ankara 2011, s. 11-27.
- Turanboy, A.** : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul 2019, s. 1285-1291.
- Tuzcu, A.** : Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı İMKB-100 Örneği, Ankara 2004.
- Türkyılmaz, İ.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, İstanbul 2015.
- Uçar, D.** : Payların Halka Arzında İzahnameden Doğan Kamuyu Aydınlatma Sorumluluğu, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2019.
- Ulusoy, Y.** : Sermaye Piyasası Kanunu (Yorum ve Açıklaması), Ankara 1981.
- Ulusoy, Y.** : Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Bağımsız Dış Denetim, Ankara 2007.
- Ulutaş Çelik, E.** : Garanti Sözleşmeleri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2014.
- Umar, B./Yılmaz, E. :** İsbat Yüğü, 2. Bası, İstanbul 1980.

- Urkan, E.** : Sermaye Piyasalarında Bağımsız Denetim Sözleşmeleri ve Sorumluluk, Ankara 2016.
- Uyar, T.** : Takip Hukukunda Borç Ödemeden Aciz Vesikası (İİK m. 123), TBB Dergisi 2007, S. 70, s. 345-358.
- Üçışık, G.** : Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2009, C. 3, S. 1, s. 1-23.
- Üçışık, G./Çelik, A.** : Anonim Ortaklıkta Finansal Tablolar Yedek Akçeler ve Kar Dağıtımı, 1. Baskı, İstanbul 2018 (Finansal Tablolar).
- Ülgen, H./Helvacı, M./Kendigelen, A./Kaya, A.:** Kıymetli Evrak Hukuku, 10. Bası, İstanbul 2015.
- Ünal, O. K.** : Aracı Kurumlar, Ankara 1997.
- Ünal, O. K.** : Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara 1999 (HAAO).
- Üzeler, R. S.** : Yatırım Hizmeti Alımında Yatırımcının Korunması ve Tüketici Hukukunun Sermaye Piyasası Mevzuatında Uygulanabilirliği Sorunu, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara 2014.
- Veil, R. (Ed.)** : European Capital Markets Law, 2nd Edition, Oxford and Portley Oregon 2017.
- Wagner, G.** : Schadensberechnung im Kapitalmarktrecht, ZGR 2008/4, s. 495-532 (Schadensberechnung).
- Wagner, K. R.** : Prospekthaftung bei fehlerhaften Prognosen, NZG 2010, s. 857-858 (Prospekthaftung).
- Watter, R.** : Obligationenrecht II (Hrsg. Honsell, H./Vogt, N. P./Watter, R.), 5. Auflage, Basel 2016.
- Weller, M. P.** : Fehlerhafte Kapitalmarktinformation zwischen Freiheit und Haftung (içinde: Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag), München 2013, s. 1341-1362.
- Wichmann, R.** : Haftung am Sekundärmarkt für fehlinformationsbedingte Anlegerschäden, Tübingen 2017.
- Wieneke, L.** : Emissionspublizität-Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen, NZG 2005, s. 109-115.
- Yalçın, B.** : Tezgah Üstü Hisse Senedi Piyasaları (ABD ve Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi), Ankara 1996.

- Yanlı, V.** : Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesine Bilgiye Dayalı Manipülasyon Suçları, Batider 2004, C. 22, S. 4, s. 23-44 (Manipülasyon).
- Yanlı, V.** : Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005 (Halka Açık Anonim Şirketler).
- Yanlı, V.** : Kamuyu Aydınlatma Açısından Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim İlkelerinin Değerlendirilmesi, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan, C. 2, İstanbul 2007, s. 1581-1595 (Kurumsal Yönetim İlkeleri).
- Yanlı, V.** : Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri (Uluslararası Konferans, 16-17 Aralık 2008), Ankara 2010, s. 157-166 (TTK Tasarısında Kamunun Aydınlatılması).
- Yanlı, V.** : Özel Bilgilerin Kamuya Açıklanmasında "İçsel Bilgi" Kavramı, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2011, s. 258-271 (İçsel Bilgi).
- Yanlı, V.** : Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları, Batider 2016, C. 32, S. 3, s. 5-35 (Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi).
- Yanlı, V.** : Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi, Batider 2020, C. 36, S. 1, s. 31-54 (Kitle Fonlaması).
- Yasaman, H.** : Yönetim Kurulu Üyelerine Karşı Açılabilir Sorumluluk Davaları, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2013/2 (Prof. Dr. Oğuz imregün'e Saygı Sempozyumu 26.10.2013), s. 97-112.
- Yasin, M.** : Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara 2002.
- Yatağan Özkan, Ç.** : Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Anlayışındaki Değişimler ve Kısa Vadecilik Akımına Bir Çözüm Önerisi Olarak Sadakat Payları, Batider 2016, C. 32, S. 3, s. 155-189.
- Yeşiltepe, S. Ö.** : AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, 1. Baskı, İstanbul 2011.

- Yıldırım, M. F.** : Borçlar Hukukuna Göre Sözleşmenin Kuruluşunda Hile, Ankara 2002.
- Yıldız Destanoğlu, B.:** Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004.
- Yılmaz, E.** : Hukuk Sözlüğü, 1. Baskı, Ankara 2003.
- Yürük, A. T.** : Sermaye Piyasası Hukuku (Ders Notları), Eskişehir 1991.

### **İsimsiz Çalışmalar**

- *Comment:* Civil Liability under the Federal Securities Act, Yale Law Journal 1940, Vol. 50, s. 90-106.

### **Elektronik Kaynaklar**

<http://latinlexicon.org/definition.php?p1=1013164>

[http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=12  
&pid=0&subid=12 &submenuheader=0](http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=12&pid=0&subid=12 &submenuheader=0)

<http://www.tdk.gov.tr>

**Haselçin, İ.:** İzahname Sorumluluğu Çelişkili, 26 Aralık 2012 tarihli Bloomberg yazısı (<https://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/ibrahim-haselcin/1274186-izahname-sorumlulugu-celiskili>).

**Özkorkut, K. :** Bir Düş Kırıklığı: Türkiye’de Bağımsız Denetim ve Finansal Raporlamada Geline Nokta, Vergi Sorunları Degisi 12.09.2012 tarihli köşe yazısı (<http://www.vergisorunlari.com.tr/yazi/korkut-ozkorkut/bir-dus-kirikligi-turkiyede-finansal-raporlama-ve-bagimsiz-denetimde-geline-nokta/31>) (Bir Düş Kırıklığı).

## ÖZET

Kamuyu aydınlatma, sermaye piyasası hukukunun kapsamı sürekli genişleyen, vazgeçilemez nitelikte ve evrensel bir ilkesidir. Bu ilke, sermaye piyasasında faaliyette bulunan anonim şirketlerin bütün menfaat sahiplerinin çıkarlarının korunmasına hizmet eder.

Kamuyu aydınlatma ilkesi uyarınca öngörülen gereklilikler, kamuyu aydınlatma belgeleri aracılığıyla yerine getirilmektedir. Hukukumuzda 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kamuyu aydınlatma belgesi üst kavram olarak belirlenmiş, hangi belgelerin bu kapsamda olduğu sayılmıştır. Bununla birlikte, söz konusu belgeler Kanunda sayılanlarla sınırlı değildir. Kanunda açıkça sayılan belgelerle aynı veya benzer konu ya da işleve sahip ve kamuyu aydınlatma amacına yönelik diğer belgeler de bu kapsamdadır. Bu çerçevede, kamuyu aydınlatma ilkesi, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun temelini; kamuyu aydınlatma belgeleri ise hukuki sorumluluğun konusunu oluşturduğundan, her ikisi de çalışmanın birinci ve ikinci bölümlerinde sırasıyla kapsamlı şekilde ele alınmıştır.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kamuyu aydınlatma belgeleri özel bir hukuki sorumluluk sistemine tabi kılınmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğun genel çerçevesi inceleme konusu yapılmıştır.

Dördüncü ve son bölümde ise kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk davası; sorumluluğun şartları, dava açabilecek kişiler ve sorumlu kişiler, sorumluluğun nitelikleri ve ilgili diğer konuları da kapsar şekilde bütün yönleriyle ele alınmıştır. Bu kapsamda, belirtilen hususların kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluğa ilişkin özel hükümler çerçevesinde açıklanması ve yürürlükteki düzenlemelerin nasıl geliştirilebileceğine ilişkin öneriler sunulması amaçlanmıştır.

## **ABSTRACT**

Public disclosure is an indispensable and universal principle of the capital markets law, the scope of which constantly broadens. This principle serves to protect the interests of all stakeholders of the corporations that operate in the capital markets.

The requisites of the public disclosure principle are fulfilled through the public disclosure documents. In our legal system, with the Capital Markets Code (CMC) No.6362, the public disclosure document is defined as a broader term, and it is mentioned in the law which documents are considered within this scope. However, these documents are not limited to the ones that are mentioned in CMC. Other documents that have the public disclosure purpose and that have the same or similar subjects or functions with the documents mentioned in the CMC are considered within this scope. In this context, since the public disclosure principle provides the basis for the liability arisen from the public disclosure documents and the public disclosure documents are the subject of legal liability, each concept is discussed comprehensively and respectively in the first and second chapters of this study.

The public disclosure documents are subject to a special legal liability system by the CMC. In the third chapter of this study, the general frame of the legal liability that arise from the public disclosure documents is examined.

In the fourth and the last chapter, the litigation from the legal liability, including the conditions for the liability, active and passive legal capacity to sue, the characteristics of the liability, and the other issues related to this topic is discussed in its all aspects. In this context, the aim is to explain the above-mentioned points within the special provisions on the legal liability that arise from the public disclosure documents and to provide suggestions to improve the regulations that are in force.