

KİTLE FONLAMASININ HALKA ARZ İLE KARŞILAŞTIRILMASI

A COMPARISON OF CROWDFUNDING AND PUBLIC OFFERING

Dr. Onur Görmez*

Özet

Bu çalışmada, sermaye piyasası hukukumuzda yeni sayılabilecek bir düzenlemeye sahip kitle fonlaması, sermaye piyasası hukukunun temel kavramlarından halka arz ile karşılaştırılmıştır. Bu kapsamda öncelikle kitle fonlamasına ve halka arza ilişkin finansal veriler incelenmiştir. Devamında, öğretide farklı yönde görüşlerin bildirildiği kitle fonlamasının bir halka arz olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceği sorusu üzerinde durularak bu soruya yanıt aranmıştır. Kitle fonlaması faaliyetinin halka arz tanımında getirilen unsurları sağladığı söylenebilirse de kitle fonlamasının mevzuatta kurgulanış biçiminin de göz önünde bulundurulması gerekir. Bu kapsamda kimi hükümlerin kitle fonlamasının bir halka arz olduğu şeklinde bir yoruma elverdiği söylenebilirse de iki kurum arasındaki farkların ve amaçların getirdiği ayrışmanın kitle fonlamasını halka arzın bir türü olarak nitelendirmenin önüne geçtiği de savunulabilir. Tartışmanın özünde, mevzuatın lafzi ya da amaçsal yorumu noktasında toplandığı belirtilmelidir. Çalışmanın son bölümünde ise kitle fonlaması ile halka arz arasında önemli görülen, temel farklar olarak nitelendirilebilecek farklılıklar aktarılmıştır; bu kapsamda terminolojik farkların yanında araçlar ve ortaklık tipinde, paylara, sisteme ve aracılığa, statüye, ortaklığa, sürece ve kamuyu aydınlatmadan sorumluluğa ilişkin farklar genel hatlarıyla ortaya konmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kitle fonlaması, halka arz, sermaye piyasası hukuku.

Abstract

In this article, crowdfunding, a concept relatively new to the Turkish capital markets law, is compared with public offering, one of the fundamental concepts of capital markets law. Firstly, the financial data regarding crowdfunding and public offerings are examined. Subsequently, the question of whether crowdfunding can be considered as a public offering, on which different opinions are expressed in the doctrine, is analyzed. Although it can be said that crowdfunding activities fulfill the elements set forth in the definition of public offering, the way crowdfunding is structured in the legislation should also be taken into consideration. Some provisions of Turkish Capital Market Law (numbered 6362- TCML) allow for an interpretation that crowdfunding is a public offering in TCML's technical terms; however, it can also be argued that the differences between the two institutions and the separation brought about by their objectives prevent the characterization of crowdfunding as a type of public offering. The debate is essentially centered on the literal or purposive interpretation of the legislation. Last chapter focuses on the main differences between crowdfunding and public offerings; within this chapter, in addition to terminological differences, main differences regarding the securities that can be 'offered' and type of company,

* Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı; e-posta: onur.gormez@khas.edu.tr, ORCID: 0000-0003-0057-8235.

shares, system and intermediation, status, company, process and responsibility for public disclosure are presented.

Keywords: Crowdfunding, public offering, capital markets law.

GİRİŞ

Kitle fonlaması, Sermaye Piyasası Kanunu'nda ('SerPK') 7061 sayılı Yasa⁴⁴ ile yapılan değişiklikler ile hukuki düzenlemeye kavuşturulmuştur. SerPK m. 35/A⁴⁵ ve SerPK m. 99 hükümlerine dayanılarak 2019 yılında çıkarılan III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği⁴⁶ ('PDKFT') ile paya dayalı kitle fonlaması ikincil mevzuatta düzenlenmiş; 2021 yılında aynı SerPK hükümlerine dayanılarak⁴⁷ III-35/A.2 sayılı Kitle Fonlaması Tebliği⁴⁸ ('KFT') ile PDKFT yürürlükten kaldırılarak (KFT m. 33) paya dayalı kitle fonlaması ve borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına ilişkin düzenlemeler ikincil mevzuatta yapılmıştır.

Bu çalışmada, hukukumuzda görece yeni olduğu söylenebilecek kitle fonlaması kurumu, sermaye piyasası hukukumuzun temel kavramlarından olan halka arz ile karşılaştırılacaktır. Öncelikle, iki kurumun, piyasadaki etkilerini ortaya koymak üzere finansal veriler üzerinden kısa bir karşılaştırma gerçekleştirilecektir. Devamında, kitle fonlamasının hukukumuzda halka arzın özel bir türü, istisnai bir şekli mi yoksa halka arzdan ayrı bir kavram mı olduğu sorusuna yanıt aranacaktır. Ardından mevzuattan doğan kitle fonlamasının halka arzdan farkları üzerinde durulacaktır. Çalışmada yer verilen farklar tarafımızdan önemli görülen, temel nitelik atfettiğimiz farklar olup iki kurum arasındaki farklara dair tüketici bir inceleme niteliğinde değildir.

Son olarak, çalışmanın sistematığıne dair iki husus vurgulanmalıdır. İlk olarak mevzuatımız her ne kadar borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına izin verse de ilgili düzenlemenin üzerinden neredeyse üç yıl geçmesine rağmen borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yapmak üzere hiçbir platform listeye alınmamıştır; bir başka söyleyişle hukuken var olan bu olanaktan uygulamada yararlanılmamaktadır.⁴⁹ Dolayısıyla, çalışmadaki açıklamaların odağında paya dayalı kitle fonlaması bulunmakta olup fiilen uygulaması olmayan borçlanmaya dayalı kitle fonlaması, gerekli görülen haller dışında ayrıca inceleme konusu yapılmamıştır. İkinci olarak, çalışma kitle fonlamasının halka arzdan farklılıklarını ortaya koymaya yöneldiğinden, çalışmanın odağını

⁴⁴ Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, Kanun Numarası: 7061, Kabul Tarihi: 28.11.2017, RG 05.12.2017/30261.

⁴⁵ SerPK m. 35/A/2 c.2'de kitle fonlaması platformlarının kuruluşlarına, ortaklarına, pay devirlerine, çalışanlarına, her bir fon sağlayıcısı tarafından yatırılacak veya proje sahipleri ile girişim şirketleri tarafından toplanabilecek paranın azami limitine ve faaliyetleri sırasında uymaları gereken diğer ilke ve esaslar ile toplanan fonların ilan edilen amacına uygun olarak kullanıldığının kontrolü ve denetimine ilişkin esasların Sermaye Piyasası Kurulu ('Kurul' veya 'SPK') tarafından belirleneceği düzenlenmektedir.

⁴⁶ RG 03.10.2019/30907.

⁴⁷ 7222 sayılı Yasa (R.G. 25.02.2020/31050) ile SerPK m 35/A'ya eklemeler yapılmıştır.

⁴⁸ RG 27.10.2021/31641.

⁴⁹ Borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına yönelik uygulamadaki ilgisizlik üzerine bir değerlendirme için bkz.: Berkay Kılıç, 'Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması Türkiye'de Neden Başarılı Olamadı?' (*NASAMER Law Blog*, 25 Ağustos 2022) <<https://nasamer.ku.edu.tr/borclanmaya-dayali-kitle-fonlamasi-turkiyede-neden-basarili-olamadi/>> Erişim Tarihi 03 Temmuz 2024.

kaydırmamak amacıyla halka arza ilişkin hukuki sorunlar ve öğretide yapılan tartışmalar gerekli olan haller dışında bu çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur.

I. FİNANSAL VERİLER ÜZERİNDEN BİR KARŞILAŞTIRILMASI

Aşağıda Merkezi Kayıt Kuruluşu’nun (‘MKK’) internet sitesinin anasayfasından alınan görüntüden de görülebileceği üzere kitle fonlamanın mevzuatımıza girdiği dönemden bu yana yapılan fonlama miktarı 03 Temmuz 2024 tarihi itibarıyla 994.3 milyon TL olup toplam yatırımcı sayısı 41.016, ‘kaydıleşen şirket sayısı’ 129’dur.⁵⁰



Halka arza ilişkin geçtiğimiz üç yıla ilişkin veriler incelendiğinde 2021 yılında 52 ortaklıklık ve toplam 21.6 milyar TL’lik, 2022 yılında 40 ortaklıklık ve 19.3 milyar TL’lik, 2023 yılında 54 ortaklıklık ve 79.3 milyar TL’lik, son 3 yılda toplamda 146 ortaklıklık ve yaklaşık 120 milyar TL’lik bir halka arz piyasasının oluştuğu gözlenmektedir.⁵¹

Yukarıdaki görüntüde bulunan yatırımcı sayıları, pay ihraç etmiş ortaklık sayıları da göz önünde bulundurularak halka arz ile kitle fonlaması kıyaslandığında kitle fonlamanın halka arza kıyasla oldukça küçük bir finansal boyuta karşılık geldiği, yatırımcı çevresinin oldukça dar olduğu söylenebilir. Fonlama büyüklüğü ve yatırımcı sayısı metriklerinde kitle fonlaması halka arza kıyasla adeta önemsiz bir konumdadır. Bununla birlikte, bu durumun doğrudan kitle fonlamanın başarısız bir hukuki kurum ve finansman yöntemi olduğu şeklinde yorumlanmaması gerekir. Zira kitle fonlaması, geleneksel finansmana erişimde zorlanan görece küçük, özellikle erken aşama

⁵⁰ Bkz: www.mkk.com.tr Erişim Tarihi 03 Temmuz 2024. MKK verilerinin alt kırılımları ve zaman içindeki gelişimleri, Veri Analiz Platformu (‘VAP’) üzerinden genel olarak izlenebilmekle birlikte kitle fonlamasına ilişkin olarak bu olanak sunulmamaktadır. Kitle fonlaması için veriler MKK’nın internet sitesinde her gün güncellenmekle birlikte derlenmiş verilere toplu şekilde ulaşılabilmesi önemli bir eksikliklerdir.

⁵¹ Bkz: KPMG, ‘2023 Yılı Halka Arz Piyasası Özet Raporu’ (KPMG, Şubat 2024) <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/tr/pdf/2024/02/2023-Halka-Arz-Piyasasi-ozet-Raporu.pdf> Erişim Tarihi 03 Temmuz 2024. Raporda, halka arzların hangi sermaye piyasası araçlarına yönelik olduğuna ilişkin açıklama yapılmamıştır.

girişimlerinin yararlandığı bir finansman yöntemidir.⁵² Nitekim kitle fonlamasından yararlanabileceklerin finansal büyüklüğü KFT m. 23'te, kitle fonlamasıyla toplanabilecek azami fon miktarı da KFT m. 16/4 ile sınırlanmıştır. Kaldı ki, yeni ve küçük girişimlerin ve/veya ortaklıkların kredibilitelerinin yüksek olmaması karşısında başarılı bir şekilde fon toplayabilmeleri için talep ettikleri fon miktarlarının da görece küçük olacağı⁵³ söylenebilir. Özetle, kitle fonlamasının halka arza kıyasla çeşitli metriklerde önemsiz addedilebilecek bir büyüklükte olması bu kurumun başarısız bir kurum olduğunu kendiliğinden sonuçlamaz; bu farklılığın nedenleri arasında kitle fonlaması sisteminin amacı ve hukuki tasarımı da göz önünde tutulmalıdır.

Kitle fonlaması özünde çok sayıda yatırımcıdan küçük miktarların toplanmasına yönelmiş bir finansman yöntemidir.⁵⁴ Bu durum karşısında kitle fonlamasındaki yatırımcı sayısının görece fazla olması beklenebilir. Halka arzlara katılan yatırımcı sayısı⁵⁵ ile kıyaslandığında kitle fonlamasında fon arz eden yatırımcı sayısının önemsiz bir oranda kaldığı söylenebilir. Halka arza bu derece yoğun ilgi var iken kitle fonlamasındaki yatırımcı sayısının azlığının gerekçeleri arasında sistemin henüz yatırımcılar arasında yeterince bilinmemesi, kitle fonlaması yatırımının riskli addedilmesi dolayısıyla bu yatırımdan kaçınılması, sistemin henüz getiri anlamında kendisini ispat edememiş olması gibi gerekçeler olabilir. Bu konunun gerekçelerinin ayrıca incelenmesi gerekir.

Payları kaydıleştirilen ortaklık sayısından yola çıkarak tespit edebileceğimiz kitle fonlaması yoluyla fon toplayan ortaklık sayısının ise pay ihraç eden ortaklık sayısı ile kıyaslandığında anlamlı bir orana ulaştığı söylenebilir. Yaklaşık olarak pay ihraç etmiş her beş ortaklık karşısında kitle fonlamasından yararlanmış bir ortaklık bulunmaktadır. Son üç yılda yapılan halka arz sayısı ile karşılaştırdığımızda da sayıların yakın olduğu görülmektedir. Pay halka arzı ile paya dayalı kitle fonlamasının aynı sermaye piyasası aracına dayanan benzeri finansman modelleri olduğu göz önünde tutulduğunda yararlanan ortaklık sayısı bakımından kitle fonlamasının anlamlı bir başarı yakaladığı ileri sürülebilir.

Peki, MKK'nın sağladığı verilerde halka arzdan farklı bir yere konumlandırılan kitle fonlaması sermaye piyasası mevzuatı incelendiğinde halka arzdan ayrı bir kurum olarak değerlendirilebilir mi? Aşağıda bu sorunun yanıtı aranacaktır.

⁵² Özgecan Korkmaz, *Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması* (On İki Levha 2020) 9; Onur Ocaklı, *İyi Regülasyon İlkeleri Çerçevesinde Paya Dayalı Kitle Fonlaması* (Adalet 2024) 44.

⁵³ Çalışmanın devamında açıklanacak olan kitle fonlamasındaki 'ya hep ya hiç' sistemi de fon talep edenlerin talep ettikleri fon miktarını makul bir şekilde belirlemelerini gerektirmektedir. Bu konuda bkz: III, D başlığı.

⁵⁴ Çağlar Manavgat, 'Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması', *Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan* (On İki Levha 2019) 765, 766; Mehmet Bahtiyar, *Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş* (Beta 2019) 22; Tekin Memiş ve Gökçen Turan, *Sermaye Piyasası Hukuku* (6. Bası, Seçkin 2022) 174.

⁵⁵ 2023 yılında halka arzlara katılan yatırımcı sayısının 124 milyon civarında olduğu, pay halka arzı başına yaklaşık 2.2 milyon yatırımcıya pay dağıtımı yapıldığı yönünde bkz: Muhammed Said Tanıl, 'MKK Genel Müdürü Arkan: Borsada artan yatırımcı sayısı ile birlikte ülkemizde yatırım kültürü de geliyor' (*Anadolu Ajansı*, 24 Ocak 2024) <<https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/mkk-genel-muduru-arikan-borsada-artan-yatirimci-sayisiyla-birlikte-ulkemizde-yatirim-kulturu-de-gelisiyor/3117095>> Erişim Tarihi: 03 Temmuz 2024.

II. KİTLE FONLAMASI BİR HALKA ARZ MIDIR?

Çalışmamızın başlığının “kitle fonlamanın halka arz ile karşılaştırılması” olması karşısında kitle fonlamanın halka arz olmadığı yönünde bir önerme içerdiği söylenebilir. Bu önermenin geçerliliğinin test edilmesi gerekir. Bu konunun açıklığa kavuşturulması önemlidir; zira kitle fonlamanın halka arzın bir türü sayılması durumunda mevzuatımızda (sermaye piyasası mevzuatıyla sınırlı olarak değil) halka arza ilişkin yapılan düzenlemelerin ve/veya atıfların kitle fonlaması bakımından da uygulanması sonucu doğacaktır. Kitle fonlamanın halka arz niteliğinde olmadığı sonucuna ulaşırsa, halka arza ilişkin düzenlemelerin kitle fonlamasında doğrudan uygulanması söz konusu olmayacaktır. Kitle fonlamanın halka arz niteliğinde olup olmadığı ise aşağıda gösterileceği üzere öğretilerde tartışmalıdır.

A. Öğretilerdeki Görüşler

Platform aracılığıyla fon isteminde bulunulmasının halka arz tanımındaki “her türlü yoldan genel bir çağrı” ifadesini karşıladığı ve pay satışının gerçekleşmesiyle halka arzın tüm unsurlarının gerçekleşeceği⁵⁶, sınırsız bir kitleye yapılan pay satışının sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen halka arz tanımına girdiği ifade edilmektedir.⁵⁷ Öğretilerde, pay karşılığı kitle fonlamasında, sermaye artırımını ile çıkarılacak payların halka arz işlemi niteliğinde olduğu da ifade edilmektedir⁵⁸. Hukuk literatürü dışındaki literatürde de kitle fonlamanın, temel olarak, fon toplama biçimi farklı olan bir halka arz olduğunun⁵⁹, halka arzın bir alt türü olduğunun⁶⁰ ileri sürüldüğü görülmektedir.

Öğretilerde, kitle fonlamanın halka arz niteliğinde olmadığını savunanlar da bulunmaktadır. SerPK m. 3/1-e hükmünün amacına bakıldığında kitle fonlaması işleminin halka arz niteliği taşımadığına dikkat çekildiğinin kabul edilmesi gerektiği ifade edilmektedir.⁶¹ Daha genel bir ifadeyle kitle fonlamasına ilişkin düzenlemeler uyarınca yapılan ortaklığın payları karşılığı halktan para toplama

⁵⁶ Manavgat, ‘Kitle Fonlaması’ (n 11) 785.

⁵⁷ ibid 772. Benzer yönde bkz: İbrahim Bektaş, *Anonim Ortaklıklarda Yeni Pay Alma (Rüşhan) Hakkının Kısıtlanması ve Devri* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 2023) 212. Yazar, ilgili kısmı ‘paya dayalı kitle fonlaması amacıyla yapılan halka arz’ şeklinde başlıklandırmıştır; dolayısıyla yazarın kitle fonlamasını halka arzın bir türü olarak sınıflandırdığı söylenebilir.

⁵⁸ Veliye Yanlı, ‘Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi’ (2020) 36 (1) Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 31, 36-37 ve orada dn 18. Yazarın eserini kaleme aldığı dönemde ikincil mevzuatta henüz borçlanmaya dayalı kitle fonlaması düzenlenmemişti. Ayrıca bkz: Nisa İşiner, *Sermaye Piyasası Hukukunda Paya Dayalı Kitle Fonlaması* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi 2021), 21. Yazar paya dayalı kitle fonlaması kampanyasında menkul kıymetlerin ‘halka arz edildiğini’ ifade etmektedir. Bkz ve karşı: Abdülhamid Oğuzhan Hacıömeroğlu, ‘Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Kamuyu Aydınlatma’ (2020) 8 (15) Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi 273, 302. Yazar, paya dayalı kitle fonlamasında *sınırları belli olmayan bir kitleye pay satışı yapılıyorsa*, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca halka arzın gerçekleştiğini belirtmektedir.

⁵⁹ Muhammet Tunahan Çağlar, ‘Yeni Nesil Alternatif Finansman Yöntemi Olarak Kitleli Fonlama: Dünya ve Türkiye Uygulaması’ (2019) 3 (2) Uygulamalı Sosyal Bilimler Dergisi 18, 20.

⁶⁰ Doğa Şanlıoğlu, *Bir Kitleli Fonlama Türü Olarak ICO (Initial Coin Offering): Hukuki Alt Yapı Açısından Bir Değerlendirme* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi 2019) 24.

⁶¹ Serdar Hızır, *Halka Açık Ortaklık Statüsünün Sona Ermesi* (On İki Levha 2019) 26.

işleminin halka arz olarak nitelendirilemeyeceği de belirtilmektedir.⁶² SerPK m. 3/1-f’deki halka arz ve SerPK m. 3/1-z’deki kitle fonlaması tanımlarının ‘sistemik ve amaçsal’ olarak değerlendirilmesi halinde, iki kurum arasında ortak unsurlar bulunmakla birlikte teknik olarak farklı unsurlar ve amaçlar içerdikleri, fon talep edenler, talep edilen fon miktarının büyüklüğü, yükümlülük ve sorumluluk rejimindeki kapsam, yatırımcının haklarının kapsamı gibi yönlerden var olan farklılıkların halka arzı kitle fonlamasından büyük ölçüde farklılaştırdığı, kitle fonlamasının halka arza kıyasla daha dar bir çerçeve içinde yer aldığı da ifade edilmektedir.⁶³

B. Mevzuatın İncelenmesi

SerPK m. 3/1-f hükmü incelendiğinde halka arzın ‘Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı’⁶⁴ ifade ettiği düzenlenmiştir. SerPK m. 3/1-z’de ise 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 toplanması’ olarak tanımlanmıştır.

KFT m. 4/1-b ve t uyarınca sırasıyla borçlanma aracı ve pay karşılığı fon toplamanın mümkün olduğu öngörülmüş, KFT m. 4/1-n ve ş uyarınca sırasıyla borçlanma aracı ve pay bir menkul kıymet olarak ifade edilmiş, KFT m. 19/1’de fon karşılığı verilen borçlanma aracının, KFT m. 12/1’de fon karşılığı verilen payın sermaye piyasası aracı olduğu⁶⁵ teyit edilmiştir. Nitekim pay ve borçlanma aracı SerPK m. 3/1-o’da sayılan menkul kıymetlerin içindedir ve SerPK m. 3/1-ş uyarınca menkul kıymetler sermaye piyasası aracı niteliğindedir. Dolayısıyla pay veya borçlanma aracı karşılığı yapılan kitle fonlamasında fon karşılığı verilen pay veya borçlanma aracının sermaye piyasası aracı olduğu yönünde duraksama yoktur. O zaman, kitle fonlamasında, halka arz tanımına uygun olarak bir sermaye piyasası aracı satışı gerçekleştirilecektir.

KFT m. 17/1-i kampanyayı, ‘Projenin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla gerçekleştirilen fon toplama talebinin platformun internet sitesinde kamuya duyurulması’ duyurulması olarak tanımlamaktadır. SerPK m. 3/1-z’deki kitle fonlaması tanımında da halktan para toplandığı vurgulanmak suretiyle parayı toplamak üzere yapılacak faaliyetin halka yani genele yöneldiği ortaya konmuştur. Kampanya tanımıyla birlikte bu durum ele alındığında, fon toplama için yapılan

⁶² Deniz Baytemür, ‘Kitle Fonlaması Kavramı ve Hukuki Altyapısı’ (2019) 8 (31) Banka ve Finans Hukuku Dergisi 595, 622. SerPK sisteminde mevcut haliyle kitle fonlaması faaliyetinin halka arz ve ihraççı kavramları dışına çıkarıldığı yönünde bkz: M. Aslı Küçükgüngör, Sermaye Piyasası Hukukunda Erken Aşama Girişimlerin Paya Dayalı Kitle Fonlaması Yoluyla Finansmanı (Yetkin Yayınevi 2020) 212.

⁶³ Şeref Özer, *Sermaye Piyasası Kanununa Göre Kitle Fonlaması (Crowdfunding)* (Seçkin 2022) 142-143. Yazar kitle fonlamasının fiili halka arz olarak nitelendirilemeyeceğini de ifade etmektedir. Bkz: ibid 93 vd. Yazara göre ‘kanun koyucu, kitle fonlaması yoluyla halktan para toplanması faaliyetini, doğrudan halka arzın bir istisnası olarak düzenlemek yerine, kitle fonlaması yoluyla fon talep edenleri halka açık ortaklık statüsü dışında tutmak suretiyle, halka arza ilişkin dolaylı bir istisna hükmü sevk etmiştir’. Bkz: ibid 95.

⁶⁴ Metin içerisindeki alt çizgiler yazar tarafından eklenmiştir.

⁶⁵ KFT m. 12/1 ve m. 19/1 hükümlerinde platformların ilgili araç ‘dışında herhangi bir sermaye piyasası aracı karşılığında’ fonlama faaliyeti yürütemeyeceği vurgulanmak suretiyle fon karşılığı verilen pay ve borçlanma aracının da sermaye piyasası aracı olduğu ortaya konmuştur.

çağrının bireyselleşmemiş, geniş bir kitleye yapılan çağrı niteliğinde olduğu, halka arz tanımında çağrı yöntemi dolayısıyla bir kısıtlama yapılmaması da göz önüne alındığında halka arz tanımındaki ‘genel çağrı’ unsurunun⁶⁶ da yerine geldiği söylenebilir.

Fon arzı karşılığı yatırımcıya verilen araçların sermaye piyasası aracı olması karşısında kampanya ile sermaye piyasası aracı satışı sonucunu doğuracak, halktan fon toplamaya ve bunun karşılığında pay veya borçlanma aracı niteliğinde sermaye piyasası aracı sağlamaya yönelik ‘genel bir çağrı’ söz konusudur denilebilir. Kampanyanın başarıya ulaşması durumunda pay veya borçlanma aracı yatırımcılara ‘satılır’, böylece halka arzda aranan sermaye piyasası aracının satışı unsuru⁶⁷ da gerçekleşir. Tüm bu silsile takip edildiğinde kitle fonlaması platformları aracılığıyla gerçekleştirilen kitle fonlaması faaliyetinin SerPK m. 3/1-f’de ifadesini bulan halka arz tanımı içinde kaldığı savunulabilir.

SerPK m. 4/1’de sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanmasının ve hazırlanan bu izahnamenin SPK tarafından onaylanmasının zorunlu olduğu öngörülmüştür. Hükmün devamında ise diğer kanunların yardım ve bağış toplanmasına ilişkin hükümleri saklı kalmak kaydıyla *kitle fonlaması suretiyle halktan para toplanmasının*, Kurulca faaliyet izni verilen kitle fonlama platformları aracılığıyla gerçekleştirileceği ve *SerPK’nın izahname ya da ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğüne ilişkin hükümlerine tabi olmadığı* düzenlenmiştir. Hükmün düzenleniş şekli incelendiğinde halka arz için izahname hazırlanmasının zorunlu olduğu ancak kitle fonlamasının bu zorunluluk dışına çıkarıldığı ve bir istisna öngörüldüğü söylenebilir; bir başka deyişle yasa koyucunun kitle fonlamasında bir halka arz olduğunu ama bunun izahname hazırlama yükümlülüğüne tabi olmadığını düzenlediği ileri sürülebilir. Hükmün bu şekilde anlaşılması da kitle fonlamasının bir halka arz olduğu görüşünü destekleyecektir.

SerPK m. 3/1-e’de ‘Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıkları(n)’ halka açık anonim ortaklık olduğu ifade edilmiştir. Bu hüküm şu şekilde yorumlanmaya açık gözükmektedir: ‘Kitle fonlamasıyla para toplayanlara ilişkin açık düzenleme olmasaydı, kitle fonlamasıyla para toplayan anonim ortaklıkların ‘payları halka arz edilmiş’ kabul edildiğinden bu ortaklıklar halka açıklık statüsü elde edilebilirdi, bu hüküm ilgili hususta istisna getirmektedir. Zira, kitle fonlaması bir halka arz niteliğinde değilse, fonlama karşılığı pay satışı dolayısıyla halka arz edilmiş olma unsuru sağlanamayacağına göre bunu düzenlemeye de gerek olmazdı’.

Bir an için hükmün yalnızca bu olasılığı düzenlemediği, halka arz edilmiş sayılma unsurunu da düzenlediği ileri sürülebilir. Bununla birlikte yasa koyucu SerPK m. 16/1’de ‘kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır’ şeklinde bir düzenleme öngörerek ortak sayısı

⁶⁶ Çağrının bireyselleşmemiş olması gerektiği, sermaye piyasası aracını satın alan yatırımcı sayısından ziyade çağrının kendisine yöneltildiği yatırımcı kitlesinin genişliğinin ‘genel’ niteliği ortaya koyduğu yönünde bkz: Çağlar Manavgat, *Hukuki Bakımdan Halka Açık Ortaklıklar ve Halka Arz* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 2016) 588.

⁶⁷ Satışın halka arzın bir unsuru sayılmasına yönelik eleştiriler için bkz: ibid 593.

dolayısıyla halka açıklık statüsünün kazanılmayacağını açıkça düzenlemiştir.⁶⁸ Abesle iştiğal etmeyecek yasa koyucunun SerPK m. 3/1-e’de özünde bir halka arz olan kitle fonlamasında, halka arz edilmiş olma üzerinden fon toplayan ortaklığın halka açık anonim ortaklık statüsünü kazanmasını bertaraf etmeye çalıştığı düşünülebilir.

Bu açıklamalar kapsamında ‘halktan para toplamak’ amacıyla yapılan bir çağrıyı ve fon arz edenlere karşılık olarak bir sermaye piyasası aracı satışını konu aldığına göre kitle fonlaması suretiyle fon toplama sonucu pay veya borçlanma aracı çıkarılması bir halka arzdır denilebilir.

Öte yandan, kitle fonlamasıyla para toplayanlar ihraççı tanımı dışında bırakılmıştır (SerPK m. 3/1-h). Dolayısıyla yaptıkları satışın ‘ihraççı tarafından çıkarılma’ unsurunu karşılamadığı gerekçesiyle yapılan faaliyetin ‘ihraç’ faaliyeti olmadığı söylenebilir (SerPK m. 3/1-ğ). Ortada bir ihraç bulunmadığı gerekçesiyle, ihraç türlerinden olan halka arzın da söz konusu olmadığı ileri sürülebilir. Benzer şekilde, fon toplamak için Kurul’a başvuru olmadığına göre ‘halka arz eden’ olamayacakları da ileri sürülebilir (SerPK m. 3/1-g).⁶⁹

Ayrıca, SerPK m. 35/A’nın 5. fıkrasında kitle fonlaması platformları ve kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan kişiler ile bunlara fon sağlayanlar arasındaki ilişkilerin genel hükümlere tabi olacağı öngörülmüştür. Böylece, ‘kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan kişiler ile bunlara fon sağlayanlar arasındaki ilişkiler’ SerPK dışına çıkarılmıştır. Oysa halka arza ilişkin hemen tüm hususlar sermaye piyasası mevzuatı kapsamında düzenlenmektedir. Yasa koyucu kitle fonlamasını

⁶⁸ Kitle fonlamasıyla fonlanan ortaklığın paylarının borsada işlem görmesinin ortaklığa halka açıklık statüsü kazandırıp kazandırmadığı mülga PDKFT m. 23/4 ve onun yürürlükteki karşılığı niteliğinde olan Tebliğ m. 11/18 uyarınca yapılmaktadır. PDKFT m. 23/4’e göre ‘Borsa tarafından uygun görülen girişim şirketi paylarına ilişkin ikincil piyasa işlemleri, Borsa tarafından hazırlanan ve Kurulca uygun görülen usul ve esaslar çerçevesinde ilgili pazarda gerçekleştirilebileceği’ düzenlenmekteyken Tebliğ m. 11/18 ‘Borsa tarafından uygun görülen fonlanan şirket paylarına ve borçlanma araçlarına ilişkin ikincil piyasa işlemleri, Borsa tarafından hazırlanan ve Kurulca uygun görülen usul ve esaslar çerçevesinde ilgili pazarda gerçekleştirilebilir’ hükmünü içermektedir. Öğretide PDKFT döneminde ifade edilen bir görüşe göre PDKFT uyarınca fon toplayan bir girişim ortaklığı, Tebliğ’de getirilen olanak uyarınca payları borsada işlem görse dahi SerPK m. 16/1’de payları borsada işlem gören ortaklıkların paylarının halka arz edilmiş sayılması hükmü üzerinden halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olmayacaktır. Bkz.: Yanlı (n 15) 38. Aksi yönde bkz.: Korkmaz (n 9) 53-54. Yazara göre, SerPK m. 16/1’de fonlanan ortaklıklara getirilen istisna yalnızca pay sahibi sayısına ilişkin kısma dairdir, borsada işlem görmeyi kapsamamaktadır; dolayısıyla PDKFT m. 23/4 uyarınca payları borsada işlem gören ortaklıklar halka açık anonim ortaklık sayılacaktır. Hükmün amacına bakıldığında, ‘kitle fonlaması işlemlerinin halka arz niteliği taşımadığı ve dolayısıyla ortaklığa halka açık anonim ortaklık statüsü kazandırmayacağı(nın) açık’ olduğu, bu sebeple ‘kitle fonlaması sistemini kullanarak fon toplayan ortaklıkların paylarının ayrıca halka arz edilmesi söz konusu olduğunda SPK hükümlerine tabi olması gerektiği’, ‘(k)itle fonlaması sistemini kullanarak fon toplayan ortaklıkların paylarının borsada işlem görmesi halinde de SPK md.16(1) halka açık ortaklık hükümlerine tabi olacağı’ yönünde bkz.: İşiner (n 15) 125. PDKFT’nin henüz yürürlükte olmadığı bir dönemde kaleme alınan bir eserde de SerPK m. 3/1-e’nin kitle fonlaması suretiyle para toplayanların paylarını halka arz edemeyeceği şeklinde anlaşılmaması gerektiği, ilgili ortaklığın paylarını halka arz etmesi halinde SerPK hükümlerine tabi olacağı yönünde ayrıca bkz.: Hızır (n 18) 26-27. KFT bakımından bu yönde bkz.: Ocaklı (n 9) 256. Yazar, KFT m. 11/18 uyarınca payları ‘işlem görmeye başlamış’ fonlanan ortaklıkların SerPK m. 16/1’de payları borsada işlem gören ortakların paylarının halka arz olunmuş sayılması karşısında halka açık anonim ortaklık statüsünü kazanacağını ifade etmektedir.

⁶⁹ Pek tabii ki ‘izinsiz halka arzların’ da halka arz olduğu unutulmamalıdır. Kitle fonlamasının fiili halka arz sayılmayacağı yönünde değerlendirmeler için ayrıca bkz.: Özer (n 20) 95.

bir halka arz olarak değerlendirseydi, yasa koyucunun halka arza ilişkin düzenlemelerden bu derece sapan bir düzenleme öngörmeyeceği söylenebilir.

Payların halka arz edilmesinin en önemli sonuçlarından bir tanesi olan halka açıklık statüsünün kazanılması sonucunun kitle fonlaması ile fon toplayan ortaklık yönünden doğmayacağına yasada öngörülmesi (SerPK m. 3/1-e) de yasa koyucunun amacının kitle fonlamasını halka arzdan ayırtmak olduğu söylenebilir.

C. Değerlendirmemiz

Kanaatimizce tartışma lafzi yorum ve amaçsal yorum şeklinde gruplandırabileceğimiz iki ayrı eksenden doğmaktadır.

Halka arz tanımının lafzına sıkı sıkıya bağlı kalınarak konuya yaklaşılsa, kitle fonlamasının SerPK m. 3/1-f kapsamında kaldığı söylenebilir. Bu yorum takip edilirse, kitle fonlaması halka arzın özellikli veya istisnai bir hali olarak nitelendirilebilir. Sermaye piyasası mevzuatında kurulan sistematik dolayısıyla (ihraççı sayılmama, halka açıklık statüsü kazanmama gibi) kitle fonlaması, ‘klasik/geleneksel’ halka arzın hükümlerine tabi değildir ve onun sonuçlarını doğurmaz.

Yapılabilecek ikinci yorum ise amaçsal yorumdur. Bu yorum kapsamında, kitle fonlaması her ne kadar SerPK m. 3/1-f kapsamında anlaşılmaya müsaitse de ihraççı tanımı dışına çıkarılma, ‘halka arz eden’ olamama, izahname hazırlama yükümlülüğüne açıkça tabi olmama, paylarının halka açıklık statüsünü verecek şekilde ‘halka arz edilmiş’ sayılmaması, fon sağlayanlar ile ilişkilerde genel hükümlere atıf ve aşağıda değinilecek yapısal farklar karşısında ve iki kurumun (özellikle finansmana erişime yaklaşımları bakımından) amaçlarındaki ayrışma dolayısıyla var olan farklılıkların bu iki kurumu birbirinden ayrı kurumlar olarak değerlendirmeyi zorunlu kıldığı söylenebilir. Yasa koyucunun, halka arzla ilişkili kavramlarda kitle fonlamasının kapsam dışında olduğunu belirtmesinin amacının, kitle fonlamasının herhangi bir koşulda halka arz olarak değerlendirilmesini önlemek olduğu pekâlâ ileri sürülebilir.

Kanaatimizce, olan hukuk anlamında, kitle fonlaması platformları aracılığıyla usulüne uygun yapılan kitle fonlaması yönünden ikinci yaklaşıma üstünlük verilmelidir. SerPK düzenlemeleriyle kurulan kitle fonlaması sistemi, kitle fonlamasını halka arzdan, onun artık halka arz altında değerlendirilmesine olanak vermeyecek şekilde ayırtmıştır. Ancak kitle fonlaması düzenlemelerinin amorf bir yapı ortaya çıkardığı söylenebilir. Olması gereken hukuk anlamında, sistematik olarak kitle fonlamasının halka arz altında ama yeni ve/veya küçük girişimlerin düşük maliyetle finansmana erişme amacı göz önünde tutularak sermaye piyasası mevzuatının getirdiği muafiyet rejimi ile (söz gelimi izahnameden muafiyet) daha hafif yükümlülüklerle tabi şekilde düzenlenmesi yerinde olurdu.⁷⁰

⁷⁰ Bkz ve karşı: Manavgat, ‘Kitle Fonlaması’ (n 11) 785. Yazar, olması gereken yönünden, girişim ortaklıklarının özellikleri nedeniyle geleneksel finansman kaynaklarına erişim maliyetine katlanamayacakları göz önünde tutularak muafiyet rejiminden yararlanarak konunun çözülmesi gerektiğini belirtmekle birlikte kitle fonlaması yoluyla pay satan ortaklıkların koşulları oluştuğunda halka açık anonim ortaklık olarak nitelenmesi; pay satın alanları, sermaye piyasası

Öte yandan, usulüne uygun şekilde gerçekleştirilmemiş bir paya veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması işleminin, söz gelimi listeye alınmış bir kitle fonlaması platformu aracılığı olmadan, kamuya duyurular yapılarak herhangi bir internet sitesi üzerinden gerçekleştirilen paya dayalı kitle fonlaması işleminin, olan hukuk uyarınca, kitle fonlaması için kurulan ayırksı yapıdan yararlandırılmaması gerekir. Böyle bir olasılıkta, ortada sermaye piyasası aracı satışı için yapılan genel bir çağrı bulunması ve sermaye piyasası aracı satışı yapılması karşısında, halka arzın koşullarının yerine geldiği söylenebilir. Bu durumda, kitle fonlamasına ilişkin usul ve esaslar izlenmediği gibi halka arz tanımının genişliği karşısında halka arz olarak nitelendirilebilecek bir işlemde buna ilişkin usul ve esaslar da izlenmemiş olur, dolayısıyla SerPK m. 109 uyarınca usulsüz halka arz suçu oluşabilir.⁷¹

III. ANA FARKLAR

Yukarıda ifade ettiğimiz üzere, kitle fonlamasının halka arzın istisnai bir türü olarak değerlendirilmesi düşünülebilir. Bu görüş takip edilirse, aşağıdaki açıklamaların, kitle fonlamasının ‘geleneksel/klasik’ halka arzdan farkları olarak okunması gerekecektir. Bununla birlikte, mevzuatın kitle fonlamasını konumlandırış şekli ve amacı karşısında usulüne uygun yapılmış bir kitle fonlamasının mevcut haliyle, teknik olarak halka arzın bir türü olarak nitelendirilmesinin mümkün olmadığı görüşünde olduğumuzu, tekrara düşmek pahasına, vurgulamak isteriz.

A. Terminoloji

İki kurum arasında kullanılan terminolojinin farklı olduğu göze çarpmaktadır. Halka arzda ihraççı, halka arz eden, aracı kurum gibi kavramlar söz konusu iken kitle fonlamasında halktan para toplama⁷², girişimci-girişim ortaklığı, fonlanan ortaklık, halktan para toplayan, kitle fonlaması platformu gibi ifadeler tercih edilmektedir (SerPK m. 3, 35/A, KFT m. 4). Halka arz sürecinde kamuyu aydınlatma belgesi olarak izahname (SerPK m. 10, 32) söz konusu iken kitle fonlamasında benzer işlevi üstlenen kamuyu aydınlatma belgesinin bilgi formu olarak adlandırıldığı⁷³ görülmektedir (SerPK m. 35/A).

mevzuatının koruyucu sisteminin dışında bırakmamak gerektiği şeklinde görüş bildirmektedir. Karş: Küçükgüngör (n 19) 212-213.

⁷¹ Sermaye piyasası mevzuatımızda kitle fonlamasının düzenlenmediği dönemde, sermaye piyasası aracı karşılığı kitle fonlaması faaliyetinde bulunulmasının SerPK m. 109’daki usulsüz halka arz suçunu oluşturabileceğine işaret edilmiştir. Bkz: Yavuz Akbulak, ‘Kitle Fonlaması’ (2016) 14 (165) Legal Hukuk Dergisi 5189, 5205-5206.

⁷² Paya dayalı kitle fonlamasında fon toplama faaliyetinin ‘sermaye piyasası hukukunun temelinde yatan ihraç ve halka arz terimlerine karşılık gel(diği)’ yönünde bkz.: Ocaklı (n 9) 67.

⁷³ Bilgi formunun bir kamuyu aydınlatma belgesi olduğu yönünde bkz: Murat Can Pehlivanoğlu, ‘Kitle Fonlaması Platformunun Bilgi Formundan Sorumluluğu’ (2020) 85 (2) İzmir Barosu Dergisi 199, 209; Özer (n 20) 349-350; Mustafa İsmail Kaya ve Barış Gözübüyük, ‘Kitle Fonlamasının Teknoloji Alanında Yenilik Getiren Fikirlerin Finansmanındaki Rolü ve Kitle Fonlaması Sisteminde Yatırımcıların Korunmasının Önemi’ (2022) 12 (2) Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi 1081, 1116. Belgenin sermaye piyasası mevzuatı kapsamında bir kamuyu aydınlatma belgesi olduğu yönünde bkz.: Hacıömeroğlu (n 15) 299-300. Mülga PDKFT uyarınca ‘paya dayalı kitle fonlaması işlemlerine ilişkin bilgi formu’nun SerPK’da ‘açıkça belirtilmemekle birlikte niteliği gereği kamuyu aydınlatma belgesi olarak nitelendirilebilecek belgeler’den olduğu, ‘kamuyu aydınlatma belgelerinin kavramsal özünü uyumlu görülebilece(ği)’

B. Araçlar ve Ortaklık Tipi

Sermaye piyasası araçları halka arz edilebilmektedir (SerPK m. 3/1-f). Sermaye piyasası araçları halka arz gerçekleştirecek ortaklığın faaliyeti yönünden bir sınırlandırma sermaye piyasası mevzuatında tespit edebildiğimiz kadarıyla bulunmamaktadır.

Kitle fonlamasında ise fonlama karşılığı sağlanabilecek araçlar sınırlıdır. Bunlar pay ve borçlanma araçları olarak sınırlandırılmıştır. Pay ve borçlanma aracının sermaye piyasası aracı olduğunda kuşku yoktur⁷⁴; bununla birlikte kitle fonlaması karşılığında diğer sermaye piyasası araçlarının sağlanmasına mevzuat güncel haliyle izin vermemektedir.

Kitle fonlamasından yararlanabilecek ortaklık, bir başka deyişle fonların aktarılacağı ortaklık, nihayetinde anonim ortaklık olacaktır (KFT m. 4/1-e ve ğ); bu yönüyle payları ve borçlanma araçları halka arz edilebilecek ortaklıkların anonim ortaklık olması⁷⁵ ile bir örtüşme olduğu söylenebilir. Bununla birlikte kitle fonlamasından yararlanmak üzere süreci başlatan girişim ortaklığı limited ortaklık olabilir; böylece anonim ortaklık dışında bir ortaklığın da kitle fonlamasından yararlanmasının önü açılmıştır. Ancak bu limited ortaklığın toplanan fonların emanet yetkilisi nezdinde açılan bloke hesabına aktarılması öncesinde anonim ortaklığa dönüşmesi zorunlu tutulmuştur (KFT m. 4/1-ğ).

Kitle fonlamasından yararlanabilecek ortaklıkların faaliyet konusu da sınırlanmıştır. Girişim ortaklığının teknoloji veya üretim faaliyetinde bulunması aranmaktadır (KFT m. 23). Dikkat edilecek olursa bir girişimcinin kitle fonlaması sürecini yürüterek süreç sonunda bir ‘fonlanan ortaklık’ ortaya çıkması da mümkündür (KFT m. 17/7-a); kurulan bu ortaklık mevzuattaki tanımla anlamıyla ‘girişim ortaklığı’ değildir. Mevzuatta fonlanan bu ortaklık yönünden aynı faaliyet sınırı açıkça yer almamaktadır. Öğretide girişim ortaklığı için getirilen bu sınırlamaların fonlanan bu ortaklık için de söz konusu olduğu haklı olarak ifade edilmektedir⁷⁶; aksi bir kabul mevzuatta getirilen sınırlamanın kolayca dolanılması sonucunu doğuracaktır.

yönünde bkz.: Gökhan Aydoğan, *Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk* (Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü 2021) 244.

⁷⁴ Kitle fonlamasında fon karşılığı pay ve borçlanma aracı verilmesinin ‘sermaye piyasası aracı ihracı’ olduğu yönünde bkz.: Özer (n 20) 94. Bkz ve karşı: Küçükgüngör (n 19) 200-202 ve 209-210. Yazar, kitle fonlaması yoluyla ihraç edilen araçların sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmediğini belirterek, bu yönde açık nitelendirmenin yapılmasının yasa uyarınca belirliliğin sağlanması bakımından bir gereklilik olduğu görüşündedir. Yazarın eserini kaleme aldığı dönemde yürürlükte olan PDKFT m. 12/1’de paya dayalı kitle fonlamasında platformların ‘paya dayalı kitle fonlaması dışında herhangi bir sermaye piyasası aracı karşılığında kitle fonlaması faaliyeti yürütme(yecekleri)’ öngörülüyordu. Görüldüğü üzere bu hüküm yukarıda işaret edilen KFT hükümlerindeki şekilde açık bir ifade barındırmamaktadır. KFT’de ise bu hususun yukarıda ifade ettiğimiz üzere açıklığa kavuşturulduğu, yazarın gerekli olduğunu ifade ettiği belirliliğin ikincil mevzuatla sağlandığı söylenebilir.

⁷⁵ VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nde (RG 22.06.2013/28685), II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği’nde (RG 28.6.2013/28691), VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği’nde (RG 7.6.2013/28670) ‘ortaklık’ teriminin anonim ortaklığa karşılık geldiği öngörülmüştür.

⁷⁶ Ocaklı (n 9) 239-240.

C. Paylar

Halka arz edilecek payların mevcut pay sahiplerinin payları olması yönünde bir engel yoktur; bir başka söyleyişle ortak satışı mümkündür. Ancak ikincil mevzuatla buna getirilmiş çeşitli sınırlamalar bulunabilmektedir. Söz gelimi Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesi'nde, Yıldız Pazar'a kotasyon için halka arzda 'yalnızca' ortak satışı yapılmaması aranmaktadır (Yönerge m. 8/3). VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 9/1 uyarınca ise payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların, ek satış hariç halka arz edilecek payların halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanan piyasa değerinin 500 milyon TL'nin⁷⁷ altında olması halinde, halka arz edilecek payların %25'i ortakların yeni pay alma hakkı kaldırılarak satışa hazır bekletilmelidir. Kısaca, halka arzda kural olarak ortak satışının mümkün olduğu, ancak buna getirilmiş çeşitli kısıtlamaların olduğu görülmektedir.

Paya dayalı kitle fonlamasında ise fonların konulmasında sermaye artırımı yapılması zorunlu olup mevcut payların satışı ile fonlanma mümkün değildir (KFT m. 16). Dolayısıyla paya dayalı kitle fonlaması bakımından ortak satışı mümkün değildir. Bu tercih, anlaşılabilir niteliktedir zira ortak satışı durumunda toplanan fon, fon talebi içerisindeki ortaklığa değil mevcut pay sahiplerine aktarılmış olur ve dolayısıyla ortaklık fonlamadan yararlanmış olmaz.⁷⁸

Halka arzda halka arz edilen araçların kaydileştirmesi esastır (SerPK m. 13). Kaydileştirme kitle fonlamasında da tercih edilmiş olup KFT m. 27'de kaydileştirmenin zorunlu olduğu ifade edilmiştir.

D. Sistem ve Aracılık

Halka arzda, halka arz edilen kadar talep gelmemesi halka arzı kendiliğinden sona erdirmez. Kitle fonlaması ise bu konuda halka arzdan önemli ölçüde ayrılmakta olup 'ya hep ya hiç sistemi'⁷⁹ uygulama alanı bulur; buna göre fonlama hedefi kadar fon toplanamazsa kitle fonlaması süreci başarısız olur ve toplanan fonlar fon arz edenlere iade edilir (KFT m. 17). Bu tercih, fonlama hedeflerinin de daha makul belirlenmesini sağlar.⁸⁰ Kitle fonlaması bakımından söz konusu sistemde mevzuatla kapsamı belirlenecek şekilde 'önemsiz miktar'ların, söz gelimi fon hedefinin %95'inin toplanıp %5'lik kısmının eksik kalması durumunda, fonlama sürecinin başarıya ulaştığının kabul edildiği bir sistemin de tercih edilmesi düşünülebilirdi. Ancak bu hususta bir

⁷⁷ 29 Aralık 2023 tarihli ve 2023/82 sayılı Sermaye Piyasası Bülteni'nde yayınlanmış, Kurul Karar Organı'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1811 sayılı Kararı uyarınca 2024 yılı için güncellenmiş tutardır.

⁷⁸ Bu tercih aynı zamanda kitle fonlamasının girişim ortaklığının mevcut pay sahipleri veya girişimci tarafından bir 'çıkış yöntemi' olarak kullanılmasını da önlemektedir. Bkz: Özer (n 20) 328. Kurulan sistem, projeyi geliştiren ve bunun için fon arayışına çıkan girişimci ya da girişim ortaklığı pay sahiplerinin fonlama sonrası fonlanan ortaklık/girişim ortaklığında kalması zorunluluğu yaratmaktadır. Bu durumun, projenin söz konusu kişilerce yürütülmeye devam etmesini sağlayan bir yapı kurduğu, bu yönüyle yatırımcıyı koruyucu nitelikte olduğu ve 'kitle fonlaması düzenlemeleriyle hedeflenen üretime yönelik ve/veya teknolojik gelişimin sağlanması'nı amaçladığı söylenebilir. Bkz: Korkmaz (n 9) 63.

⁷⁹ Baytemür (n 19) 607; Yanlı (n 15) 53.

⁸⁰ Baytemür (n 19) 607.

çözüm, bu başlıkta hemen aşağıda bahsedeceğimiz bir süreç ile çözüme kavuşturulabilir gözükmektedir.

Halka arz sürecinde aracılığı aracı kurumlar yerine getirir. Aracı kurumlar bakımından aracılık yükleniminin zorunlu olduğu haller bulunabilir.⁸¹ Kitle fonlamasında fon toplama işlemine aracılığı kitle fonlaması platformları⁸² yerine getirir (SerPK m. 3/1-z).⁸³ Kitle fonlaması sürecinde yürüttükleri faaliyet en iyi gayret aracılığına benzetilebilecek olup⁸⁴ aracılık yüklenimi zorunluluğu öngörülmemiştir. Bununla birlikte, kitle fonlamasında platformun belli sınırlar dahilinde (bkz KFT m. 11/1-c) fonlamaya katılması mümkündür.

Fon talep edenin hedeflenen fon miktarına ulaşamaması durumunda eksik kalan kısmın mevzuatın getirdiği fonlama sınırları kapsamında platform tarafından karşılanacağı yönünde platform ve fon talep edenin anlaşması önünde bir engel yoktur. Böylece kitle fonlaması platformları bakımından da sözleşmesel olarak aracılık yüklenimi benzeri bir yapı kurulabilir. Kurulacak böyle bir yapı, yukarıda açıkladığımız ya hep ya hiç sisteminin getirdiği hedeflenen fonlamaya önemsiz görülebilecek bir tutar dolayısıyla ulaşılabilmesi durumunda, toplanan fonların iadesi şeklinde kendini gösteren riskin bertarafı için kullanılabilir.

E. Statü

Ortaklık paylarının halka arzı, ortaklığa halka açıklık statüsü kazandırır. Paya dayalı kitle fonlamasında ise fonlama karşılığında fonun aktarıldığı ortaklığın paylarının yatırımcılara verilmesi ortaklığa halka açıklık statüsünü kazandırmayacaktır.

İkincil mevzuatta ortaklıkların paylarını halka arz edebilmesi için belirli finansal eşikleri geçmesi aranmıştır; bir başka söyleşiyle belirli ekonomik/finansal büyüklüğe sahip ortaklıkların paylarını

⁸¹ VII-128.1 Pay Tebliği m. 5/7 uyarınca ilk halka arzda ortaklığın piyasa değeri, i) 400 milyon TL altında ise satılamayan payların tamamı, ii) 400-800 milyon TL arası ise satılamayan payların 400 milyon TL'ye kadar kısmı için yüklenim zorunludur, iii) 800 milyon üzeri zorunluluk yoktur. Tutarlar, 29 Aralık 2023 tarihli ve 2023/82 sayılı Sermaye Piyasası Bülteni'nde yayınlanmış, Kurul Karar Organı'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1811 sayılı Kararı uyarınca 2024 yılı için açıklanmış tutarlardır.

⁸² Platformların sermaye piyasası kurumu niteliğinde olup olmadığı öğretilde tartışmalıdır. Olduğu yönünde bkz: Pehlivanoğlu (n 30) 204-206. Ayrıca bkz: Burak Adıgüzel, *Sermaye Piyasası Hukuku* (5.baskı, Adalet 2023) 310 vd. Yazar, kitle fonlaması platformlarının sermaye piyasası kurumu olduğunu açıkça ifade etmemekle birlikte platformları, eserinin 'sermaye piyasası kurumları' kısmında incelemektedir. Aksi yönde bkz: Memiş ve Turan (n 11) 175; Özer (n 20) 170. Kitle fonlaması platformlarının SerPK'daki düzenleniş yerine rağmen düzenleniş biçimi dikkate alındığında yasa koyucunun onları sermaye piyasası kurumu olarak düzenlemeyi amaçlamadığı yönünde bkz: Korkmaz (n 9) 77-78. SerPK kapsamında sermaye piyasası kurumu olarak kabul edilip edilemeyeceğinin belirsiz olduğu yönünde bkz: Defne Kahveci, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kitle Fonlama Platformları* (On İki Levha 2023) 52 vd, özellikle 56.

⁸³ Platformların 'aracı kurum benzeri faaliyet gösterdiği' yönünde bkz: Baytemür (n 19) 620. Yazar, aracı kurumların kuruluş koşulları yasa ile düzenlenirken platformların kuruluşuna ilişkin düzenlemelerin ikincil mevzuat ile düzenlenmesinin 'düşündürücü' olduğunu ifade etmektedir.

⁸⁴ Ahmet Emin Ural, *Türk, ABD ve AB Hukuku Düzenlemeleri Çerçevesinde Kitle Fonlaması* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü 2022) 136. Platformun girişimciye/girişim ortaklığına karşı bir taahhüt altına girmemesi yönünden en iyi gayret aracılığına benzediği ifade edilmekle birlikte konunun daha geniş bir kapsamda ele alınması için bkz: Kahveci (n 39) 108-111, özellikle 109.

halka arz edebileceği öngörülmüştür.⁸⁵ Kitle fonlamasına başvuracaklar bakımından ise bu nitelikte bir eşik aranmamıştır. Bu kuruma başvuracakların genellikle erken aşama girişimleri olduğu, ayrıca geleneksel finansman yöntemlerinden yararlanmadaki zorluklar dolayısıyla bu hukuki kuruma yöneldikleri göz önüne alındığında yasa koyucunun bu yaklaşımı isabetlidir.

Halka açıklık statüsü ile kitle fonlamasından yararlanan, kısaca fonlanan ortaklık ‘statü’leri arasında geçişkenliğin ve/veya örtüşmenin engellenmeye çalışıldığı da söylenmelidir. KFT m. 23’te halka açık anonim ortaklıklar ve önemli etkiye sahip oldukları ortaklıkların kitle fonlamasından yararlanamayacağı düzenlenmiştir. Fon toplayacak girişim ortaklığı için üst limit de öngörülmüştür; KFT m. 23/1-a’ya göre tabi oldukları mevzuat uyarınca hazırlayacakları en son yıllık ve varsa son güncel ara dönem finansal tablolarında II-16.1 sayılı Tebliğ m. 8’deki finansal tablo kalemleri için öngörülen eşikleri aşmamaları aranmaktadır.⁸⁶ II-16.1 sayılı Tebliğ m. 8/1’in a ve b bendindeki aşılmaması gereken eşikler ilk halka arz yapabilmek için aşılması aranan eşiklerdir. Böylece kitle fonlamasından yararlanabilecek bir ortaklığın, (ilgili eşığı aşarak) halka arz yapabilecek bir konumda olmaması da aranmıştır. Bu yapının, fiili bir halka arz engeli öngördüğü ve bu yönüyle de statüler arası örtüşmeyi önlenmeye çalıştığı söylenebilir.

F. Ortaklığa Dair Farklar

Payların halka arzı sonucunda halka açıklık statüsünün kazanılması dolayısıyla payları halka arz edilen ortaklık SerPK’deki kimi düzenlemelerin konusu haline gelir. Söz gelimi genel kurula dair (SerPK m. 29-30), önemli nitelikte işlemler ve ayrılma hakkı (SerPK m. 23-24), örtülü kazanç aktarımı yasağı (SerPK m. 21) gibi düzenlemelere tabi hale gelir. Bu ortaklığın payları borsada işlem görebilmektedir; hatta görmesi istenmektedir (SerPK m. 16/2), borsada satışın zorunlu tutulduğu haller⁸⁷ de olabilmektedir.

Kitle fonlamasında ise fonun aktarıldığı ortaklık halka açıklık statüsünü kazanmadığı için SerPK’da halka açık anonim ortaklıklar için öngörülen düzenlemelere tabi hale gelmez. Söz gelimi SerPK’deki önemli nitelikte işlem, ayrılma hakkı ve örtülü kazanç aktarımı yasağı hükümlerinin fonlanan ortaklık yönünden doğrudan uygulanabilirliği yoktur. Bununla birlikte KFT m. 25’te

⁸⁵ VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 5/2 uyarınca payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların II-16.1 sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (RG 30.12.2013/28867) m. 8/1-a ve b’deki Kanun kapsamından çıkma şartlarını taşımamaları aranmıştır. Buna göre son iki yıl dikkate alınmakta olup 2022 yılı için ortaklığın aktif toplamı 250 milyon TL veya net satış hasılatı 450 milyon TL; 2023 yılı için aktif toplamı 750 milyon TL veya net satış hasılatı 1.5 milyar TL altında olmamalıdır. 29 Aralık 2023 tarihli ve 2023/82 sayılı Sermaye Piyasası Bülteni’nde yayınlanmış, Kurul Karar Organı’nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1811 sayılı Kararı uyarınca 2024 yılı için dikkate alınacak tutarlardır.

⁸⁶ II-16.1 sayılı Tebliğ m. 8/1-c’deki koşulun aranıp aranmadığı öğretide tartışmalıdır. Aranmadığı yönünde bkz: Korkmaz (n 9) 56-57; Ocaklı (n 9) 245. İlk yazar eserini PDKFT döneminde kaleme almış olmakla birlikte, PDKFT ve KFT arasında ilgili düzenleme yönünden bir fark bulunmadığı belirtilmelidir. Bu koşulun da arandığı yönünde bkz: Özer (n 20) 307-309.

⁸⁷ 30 Mart 2023 tarihli ve 2023/21 sayılı Sermaye Piyasası Bülteni’nde yayınlanmış, SPK-128.21 (30/03/2023 tarihli ve 20/412 sk) sayılı İlke Kararı uyarınca halka arz edilen payların piyasa değeri 750.000.000 TL altı ise ‘borsada satış’ zorunludur.

payları kayden izlenen ortaklık genel kuruluna ilişkin düzenlemeler öngörülmüştür.⁸⁸ Bu düzenlemeler büyük oranda SerPK m.29, SerPK m.30/2 ve 30/5'teki hükümlerin uyarlanması niteliğindedir.⁸⁹ Kanaatimizce özellikle likit bir pay piyasasına erişimi olmayan bu ortaklıklarda yatırımcılara ayrılma hakkı verilmesi düşünülebilirdi.⁹⁰

Kitle fonlaması ile fonlanan ortaklıkların paylarının ve borçlanma araçlarının ikincil piyasada işlem görmesinin önü KFT 11/18'de Borsa'ya (KFT m. 4/1-c) bu konuda yetki verilmesi ile açılmıştır. Bununla birlikte bu yönde bir düzenleme henüz yapılmamıştır.⁹¹

G. Süreç

Halka arzda izahnameyi SPK'nın onaylaması gerekmektedir (SerPK m. 4). Kitle fonlamasında ise fonlama sürecine SPK doğrudan müdahil olmamaktadır. Fon talep edenler tarafından hazırlanacak bilgi formunun incelenip onaylanması süreci kitle fonlaması platformu bünyesinde oluşturulan yatırım komitesi tarafından gerçekleştirilmektedir (KFT m. 4/1-dd, m. 9/8).⁹²

Kitle fonlamasında yatırımcının ödeme emri vermesi sonrası 48 saatlik cayma hakkı vardır (KFT m. 17/4 – 20/4); bu cayma hakkının kullanılması için herhangi bir gerekçe gösterilmesi gerekmez. Halka arz bakımından halka arza katılma talebi yönünden 'cayma hakkı' mevzuatta açıkça düzenlenmemiştir; bununla birlikte söz gelimi borsada halka arzda emir iptali yapılabilmektedir. Kitle fonlamasındaki cayma hakkı benzeri bir olanak ise halka arzlarda izahnamede değişiklik yapılması ya da yeni hususların eklenmesinde söz konusudur; bu durumlarda iki iş günü içinde

⁸⁸ SerPK m. 29/6'daki yeter sayı düzenlemesi KFT m. 25/5'e alınmıştır. Bu yeter sayı düzenlemesinin kendi içinde sorunlu olduğu kanaatinde olduğumuzu rüçhan hakkının kısıtlanması konusunu inceleyen çalışmamızda şu şekilde ifade etmiştik: 'Hüküm ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oyuyla kısıtlama kararının alınabileceğini öngörmüştür. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, anasözleşmede açıkça daha ağır bir yetersayı öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınabilmektedir. Bu düzenlemedeki sorunu bir örnekle ortaya koymak gerekirse, sermayenin %48'inin temsil edildiği bir genel kurul toplantısında rüçhan hakkının kısıtlanması kararı sermayenin %32'si ve üzerindeki payların oyuyla alınabilmektedir. Oysa sermayenin yarısının, yani %50'sinin temsil edildiği bir genel kurulda, rüçhan hakkının kısıtlanması kararı sermayenin %25'inin temsil ettiği oylar artı bir oyla alınabilmektedir. Böyle bir düzenlemeye anlam vermek mümkün değildir. Söz konusu düzenlemedeki aksaklığın en kısa sürede giderilmesi gerekmektedir. Daha çok pay sahibinin genel kurula katılması nedeniyle pay sahiplerinin kanuni rüçhan haklarının daha kolay kısıtlanabilmesi sonucunun doğması hukuk mantığıyla açıklanabilecek nitelikte değildir.' Bkz: Onur Görmez, *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanuna Göre Rüçhan Hakkının Kısıtlanması* (Beta 2017) 159.

⁸⁹ Bu yönde bkz: Ocaklı (n 9) 258.

⁹⁰ Halka kapalı ve ortaklıklar topluluğuna dahil olmayan anonim ortaklıklara da SerPK m. 24'tekine benzer bir ayrılma hakkı sağlanmasının düşünülebileceği görüşünde olduğumuzu vurgulamak isteriz. Bkz: Onur Görmez, *Topluluk Dışı Anonim Ortaklıklarda Çoğunluk Gücünün Kötüye Kullanılması* (Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi 2023) 247-252, özellikle 250.

⁹¹ Bu yönde bir düzenleme yapılsa ve kitle fonlamasıyla fonlanan ortaklığın pay sahipleri likit bir piyasaya erişse bile ayrılma hakkının düzenlenmesi yerinde olurdu; zira SerPK'da likit bir pay piyasasına erişimi olan ortaklıklar yönünden dahi ayrılma hakkı söz konusudur. Ayrılma hakkı, ortaklığın gidişatından mutsuz pay sahibinin ortaklıktan ayrılmasını kolaylaştırarak ortaklık içi çıkar çatışmalarını azaltıcı bir etki gösterecektir, bunun da fon aktarılan ortaklığın sağlıklı işleyişini kolaylaştırıcı bir etki doğuracağı açıktır.

⁹² KFT m. 11/18 uyarınca bu onayın verilebilmesi için asgari olarak bilgi formunda yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve SPK'ca belirlenen bilgi formu standartlarına göre eksiksiz olduğunun tespiti gerekir. KFT m. 9/9 uyarınca onay kararı, platform tarafından daha ağır bir yeter sayı belirlenmedikçe, yatırım komitesi üyelerinin üye tam sayısının çoğunluğu ile alınacaktır.

halka arza katılma talebini geri alma hakkı doğmaktadır (SerPK m. 8). Aynı yönde bir düzenleme kitle fonlamasında da bilgi formunda ekleme ve değişiklik olması durumunda buna ilişkin bilgilendirmeden itibaren cayma hakkına ilişkin sürenin yeniden başlayacağına yönelik KFT m. 26/3 ile getirilmiştir.

Halka arzda dağıtımın nasıl yapılacağından bağımsız olarak, istenilen miktarda talepte bulunmak ve istenilen miktarda halka arza katılım önünde hukuken bir engel yoktur.⁹³ Kitle fonlamasında ise nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişi, 2024 takvim yılı içinde paya veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla azami 250.000 TL yatırım yapabilir; sınır, 2024 yılı için 1.000.000 TL'yi aşmamak kaydıyla, yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık net gelirinin %10'u olarak uygulanabilir (KFT m. 15-18); borçlanmaya dayalı kitle fonlaması için proje bazlı yatırım sınırlaması da (2024 yılı için 100.000 TL) öngörülmüştür (KFT m. 18).⁹⁴

Halka arzda nitelikli yatırımcıya satış zorunluluğu öngören bir düzenleme bulunmamaktadır ve bir ortaklığın sermaye piyasası araçlarının birden fazla kere halka arza konu olmasına hukuken bir engel yoktur. Kitle fonlamasında ise 5.000.000 TL üzeri⁹⁵ paya dayalı fon toplama talebinde, fonun %5'inin nitelikli yatırımcı tarafından karşılanması aranmıştır (KFT m. 17/5). Ayrıca kitle fonlamasında on iki aylık dönemde en fazla iki kampanya yapılmasına izin verilmekte olup toplanabilecek azami fon miktarı izahname hazırlama yükümlülüğünden muafiyet sınırını aşamayacaktır (KFT m. 17/4 – 19/6).⁹⁶

H. Kamuyu Aydınlatmada Sorumluluk

Halka arzda kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk SerPK m. 32'de düzenlenmiş; kamuyu aydınlatma belgesi niteliğindeki izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin özel bir düzenleme ise SerPK m. 10'da öngörülmüştür. İlgili düzenlemeler, yaratılan sorumluluk rejiminin kaynağı ve niteliği ile hükümlerin birbiriyle ilişkisi yönünde çeşitli tartışmaları beraberinde getirmiştir.⁹⁷

⁹³ Yukarıda işaret edildiği üzere, halka arz sonucu yapılacak dağıtımın eşit dağıtım şeklinde olması halinde, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının bedeli ve adedi belli olduğundan ve önceki halka arzlar üzerinden olası katılımın yaklaşık olarak öngörülebilmesi karşısında halka arza katılacaklar hukuken olmasa da uygulamada, fiilen sınırlı bir talep ve miktar bildirmektedir.

⁹⁴ İlgili tutarlar her yıl güncellenmekte olup 2024 yılı için ilgili tutar 29 Aralık 2023 tarihli ve 2023/82 sayılı Sermaye Piyasası Bülteni'nde yayınlanmış, Kurul Karar Organı'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1811 sayılı Kararı uyarınca güncellenmiştir.

⁹⁵ 29 Aralık 2023 tarihli ve 2023/82 sayılı Sermaye Piyasası Bülteni'nde yayınlanmış, Kurul Karar Organı'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1811 sayılı Kararı uyarınca 2024 yılı için güncellenmiş tutardır.

⁹⁶ Borçlanma aracı ihracı bakımından SerPK m. 31 ve VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği uyarınca ihraç limiti söz konusudur.

⁹⁷ Çalışmamızın başında da ifade ettiğimiz üzere çalışmanın odağının kitle fonlamasının halka arz ile farklarına odaklanmak olması ve SerPK m. 10 ve 32 ekseninde tartışmaların aktarılmasının çalışmanın hacmini zorlayacak boyutta olması karşısında yalnızca ilgili tartışmalara işaret etmekle yetiniyoruz. Hükümlerin birbiriyle ilişkisine, izahnameden sorumluluğun kaynağına, sorumluluk rejimine ve SerPK m. 32/3'ün izahnameden doğan sorumluluğa uygulanıp uygulanmayacağına ilişkin açıklamalar için (sırasıyla) bkz: Aydoğan (n 30) 289 vd, 325 vd, 408 vd ve 417 vd.

Kitle fonlamasında SerPK m. 35/A f. 6'da (ve KFT m. 29/2'de) kitle fonlaması işlemlerine ilişkin hazırlanan bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişilerin bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumlu oldukları öngörülmüş⁹⁸; KFT m. 11/10 c. 2'de bilgi formunun gerçek kişi girişimci, tüzel kişi girişimcinin veya girişim ortaklığının yetkilileri ve platformun yatırım komitesi üyeleri tarafından imzalanacağı düzenlenmiştir. Öğretide yatırım komitesi üyelerinin sorumlu olup olmayacağı tartışılmıştır.⁹⁹ Kitle fonlaması platformunun belgeyi imzalamasını arayan açık bir düzenleme de öngörülmemiştir; bu durum öğretide farklı görüşlerin ileri sürülmesine neden olmuştur.¹⁰⁰ Ayrıca SerPK m. 35/A'da öngörülen sorumluluk rejimi ile SerPK m. 32 arasında herhangi bir bağ kurulmaması karşısında SerPK m. 35/A f.6 kapsamında sorumluluğun söz konusu olması halinde, SerPK m. 32/3'teki sorumluluktan kurtulma olanaklarının bulunup bulunmadığı da tartışmalıdır.¹⁰¹

⁹⁸ İlgili sorumluluğun niteliği öğretide tartışmalıdır. Kusursuz sorumluluk olduğu yönünde bkz.: Korkmaz (n 9) 135. Aksi yönde bkz.: Özer (n 20) 360. Platformun sorumluluğu kapsamında konun incelenmesi (öğretide platformun sorumlu olup olmadığı hususu aşağıda aktarılacağı üzere tartışmalıdır) ve platformun sorumluluğunun kusur sorumluluğu şeklinde sınırlı kalması gerektiği yönünde bkz.: Pehlivanoglu (n 30) 210 v.d.; özellikle 229. Girişimci veya girişim ortaklığı yönünden 'SPK md. 35(A)(6) uyarınca, bilgi formundaki bilgilerin ve fizibilite raporlarının girişimci veya girişim şirketleri tarafından eksik, yanıltıcı ve hatalı verilmesi halinde sorumlulukları bulunmaktadır. Böyle bir durumda girişimci veya girişim şirketi akdi bir kusur işlemiş bulunmakta ve meydana gelen zararı gidermekle yükümlü olmaktadır.' şeklinde ifade edilen görüş için bkz.: İşiner (n 15) 157.

⁹⁹ Öğretide, mülga PDKFT döneminde, yatırım komitesi üyelerinin, yatırımcılara karşı doğrudan sorumlu olmadıkları ileri süren bir görüş bulunmaktadır. Bkz.: Korkmaz (n 9) 128. Mülga PDKFT'de yatırım komitesi üyelerinin 'bilgi formunu imzalayacağı' yönünde bir düzenleme bulunmadığı vurgulanmalıdır. Yatırım komitesi üyelerinin sorumlu olacağı yönünde bkz.: Özer (n 20) 366-367; Ocaklı (n 9) 309-313 ve ayrıca 317-318. Hükmün geniş lafzı karşısında bilgi formunu onaylamaya olumsuz oy veren yatırım komitesi üyesi, bilgi formunu imzalaması dolayısıyla sorumluluk rejimine dahil olacak mıdır? 'Bilgi formunu imzalayan' sıfatıyla yatırım komitesi üyelerini sorumluluk rejimine dahil edecek bir yapıda, sorumluluk sistemimize yabancı olmayan, izahnameden sorumlulukta ikincil dereceden sorumlular bakımından SerPK m. 10'da öngörülmüş olan, farklılaştırılmış teselsül kurumunun tercih edilmesinin yerinde olacağı kanaatindeyiz. SerPK m. 10 hükmünde farklılaştırılmış teselsülün öngörüldüğü yönünde örnek kabilinden bkz.: Manavgat, 'Halka Arz' (n 23) 235; Memiş ve Turan (n 11) 82-83; Aydoğan (n 30) 539.

¹⁰⁰ SerPK m. 35/A f.6 uyarınca kural olarak sorumlu olunmadığı ancak söz gelimi dolandırıcılık amacına ilişkin şüphe giderilmeden bilgi formunun onaylanması durumunda sorumluluğun doğabileceği yönünde bkz.: Korkmaz (n 9) 127-128. SerPK m. 35/A f.6, SerPK m. 10-11 ve m. 32 kapsamında platformun sorumluluğuna gidilemeyeceği yönünde, ancak platformun sorumluluğunun kurulabileceği çeşitli olasılıklara dair bkz.: Pehlivanoglu (n 30) 209 ve 211. Yazar, "Platformların yatırımcıları aydınlatma ödevi kapsamında Bilgi Formunu denetleme yükümlülüğü kabul edilmekle beraber, Bilgi Formundan asıl sorumlu olanın bunu düzenleme konusunda en yetkin taraf olan girişim şirketi olduğu kabul görmelidir"; "Nitekim SPK m. 35/A(6) bu kabule istinaden düzenlenmiştir. Platformların Bilgi Formundan kaynaklı olarak yatırımcılara karşı hukuki sorumluluğu Bilgi Formuna dair yapılmış makul bir şekli denetim ödeviyle, bir kusur sorumluluğu şeklinde sınırlı kalmalıdır" şeklinde görüşünü ifade etmektedir. Bkz.: Pehlivanoglu (n 30) 228-229. SerPK ve mülga PDKFT kapsamında bilgi formunu kimlerin imzalayacağını belli olmadığı ancak SPK tarafından yayınlanmış taslaklarda platformların yatırım komitesi üyelerinin ad, soyadı, görev, tarih, imza kısmının bulunduğu, platformun sorumlu oldukları kısma ise 'bilgi formunun tamamı' ibaresinin eklendiğini, dolayısıyla, SerPK m. 35/A f.6 uyarınca platformların bilgi formundan sorumlu tutulduğu yönünde bkz.: İşiner (n 15) 156. Platformun bilgi formundan sorumlu olmadığı yönünde bkz.: Özer (n 20) 367. Yazar, yatırım komitesi üyelerinin ortaklığı temsil ve ilzama yetkili organ veya kişi olmadıkları, bu imzalar dolayısıyla platformun sorumluluğunun doğmayacağını ifade etmektedir. Uygulamada, platformların bilgi formunun her sayfasını kaşeleyerek imzaladıkları görülmektedir. SerPK m.35/A f.6'nın lafzı takip edildiğinde bu imza karşısında belgede imzası olan sıfatıyla platformun sorumlu olması sonucu doğacaktır.

¹⁰¹ Öğretide, platformun SerPK m. 35/A f.6 uyarınca bilgi formundan sorumlu olduğu kabul edilirse, 'niteliği itibarıyla bir kamuyu aydınlatma belgesi durumundaki Bilgi Formu için neden SPK m. 10 ya da SPK m. 32 hükümlerine hiçbir yollama yapılmadığı ya da o maddelerdeki sorumluluktan kurtulma imkanlarının Platformlara tanınmadığı

Kanaatimizce, SerPK m. 10 – m. 32 düzenlemeleri üzerinden sorumluluğa dair tartışmalar uzunca bir zamandır süregelmekte iken kitle fonlamasında aynı ve/veya benzeri tartışmalara ve yeni tartışmalara kapı aralayan bir yapının ortaya çıkmış olması kaçırılmış bir fırsattır. Sorumluluk rejimi bir hukuki kurumun sağlıklı ve verimli işleyebilmesi için mümkün olduğunca az tartışma yaratacak şekilde düzenlenmesi gereken alanlardandır. Kitle fonlamasında bilgi formundan doğan sorumluluğun bu denli tartışmaya mahal verecek şekilde düzenlenmesi yerine ayrıntılı bir şekilde ve tartışmaları bertaraf edecek açıklıkta düzenlenmesi kanaatimizce yerinde olurdu.

SONUÇ

Kitle fonlaması piyasasının finansal büyüklüğü, halka arz piyasasına kıyasla oldukça küçüktür; bu durum bu yeni sayılabilecek hukuki kurumun başarısız olduğu yönünde bir çıkarıma kendiliğinden

hususunu(n) da yanıtı kalacağı ifade edilmek suretiyle SerPK m. 35/A f.6 kapsamında sorumlu olanların SerPK m. 32'deki sorumluluktan kurtulma olanaklarından yararlanamayacağına işaret edilmesi için bkz.: Pehlivanoğlu (n 30) 209. Yazar ayrıca, kitle fonlaması suretiyle para toplayan anonim ortaklıkların halka açık ortaklık statüsünü kazanamayacak olmalarından hareketle, bilgi formu niteliği itibarıyla bir kamuyu aydınlatma belgesi de olsa SerPK m. 35/A f.6 hükmünde açık bir yollama da bulunmadığından, SPK İkinci Kısım Üçüncü Bölüm altında düzenlenen kamuya aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk hükümlerinin (SPK m. 32) bilgi formu için uygulanmasını olanaklı görmemektedir. Bkz.: Pehlivanoğlu (n 30) 211.

Kitle fonlaması bilgi formunun kamuyu aydınlatma belgesi olduğu kabul edildiğinde, SerPK m. 32'nin kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu düzenleyen hüküm olarak bu formlar açısından uygulanabileceğinin söylenebileceği yönünde bkz.: Hacıömeroğlu (n 15) 300. Girişim ortaklığının sorumluluğuna dair tespitler yapmakla birlikte SerPK m. 32'nin bilgi formundan sorumluluk bakımından uygulanacağı yönünde ayrıca bkz.: Ural (n 41) 150 vd, özellikle 152 ve 153.

SerPK m. 35/A'da konunun özel olarak düzenlenmesi ve SerPK m. 32'ye herhangi bir atıf da olmaması karşısında SerPK m. 32/3'teki sorumluluktan kurtulma olanaklarından SerPK m. 35/A f.6'dan doğan sorumlulukta yararlanılamayacağı gerçekten ileri sürülebilir. Yasa koyucunun kitle fonlamasıyla ilgili hususları özel olarak düzenlemeyi tercih edip sermaye piyasası mevzuatının diğer alanlarıyla, özellikle halka arz ve halka açıklıkla ilgili düzenlemelerden soyutlamaya çalıştığı, platformların hukuki niteliğinin tartışmalı olduğu gibi hususlar göz önünde tutulduğunda ve kitle fonlamasıyla para toplayanların ihraççı tanımından da çıkarıldığı dikkate alındığında, sermaye piyasası ihraçlarında ve daha özelinde halka arzlardaki kamuyu aydınlatma belgeleri bakımından da devreye giren SerPK m. 32'nin, kitle fonlamasında kamuyu aydınlatma belgesi niteliğindeki bilgi formu bakımından uygulanmayacağı ifade edilebilir.

Öte yandan, SerPK m. 10'da izahname yönünden özel bir düzenleme öngörülmüş olmasına fakat sorumluluktan kurtulmaya dair özel bir düzenleme öngörülmemesine rağmen SerPK m. 32'nin kamuyu aydınlatma belgelerine uygulanacak genel hüküm olması dolayısıyla açık bir düzenleme bulunmayan hallerde genel hükmün devreye gireceği ve bu yönüyle de SerPK m. 32/3'ün uygulama alanı bulacağı ifade edilmektedir. Bkz.: Aydoğan (n 30) 417-419. Bu görüşün, aynı gerekçelerle, kitle fonlamasında bilgi formu bakımından da ileri sürülmesi mümkün gözükmektedir. SerPK m. 32 her ne kadar 'Üçüncü Bölüm - Halka Açık Anonim Ortaklıklar' altında düzenlenmiş olsa da hüküm yalnızca 'halka açık anonim ortaklıklar'a ilişkin kamuyu aydınlatma faaliyeti kapsamında sonuç doğurmamaktadır; borçlanma araçlarının halka arzında da izahname hazırlanmakta olup bu halka arz, ortaklığa halka açıklık statüsü kazandırmasa da SerPK m. 32 düzenlemesi devreye girecektir. Dolayısıyla, hükmün düzenleniş yerine rağmen halka açık anonim ortaklıklar ile ilişkili kamuyu aydınlatma belgeleri dışında da uygulanması söz konusu olabilmektedir. Hükmün lafzı 'düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgeleri'ni de kapsama almaktadır; dolayısıyla hükmün SerPK kapsamındaki kamuyu aydınlatma belgeleri yönünden genel bir hüküm olarak düzenlenmeye çalışıldığı söylenebilir. Bu düşünce silsilesi takip edilirse, kitle fonlamasında bilgi formundan sorumluluk yönünden de SerPK m. 32/3'teki sorumluluktan kurtulma olanağının devreye gireceği de savunulabilir. Her ne kadar yukarıda işaret ettiğimiz SerPK'da kitle fonlaması yönünden kurulan sistematik, kitle fonlamasına ilişkin bilgi formunda SerPK m. 32/3'ün uygulanıp uygulanmayacağını tartışmaya açık hale getirmekteyse de kanaatimizce bu paragrafta ifade ettiğimiz gerekçelerle SerPK m. 32/3'ün bilgi formundan sorumluluk yönünden de uygulama alanı bulabileceği kabul edilmelidir.

neden olmamalıdır. Kitle fonlamanın görece küçük ve yeni/yenilikçi girişim ve/veya projelere fon sağlamaya yönelmiş olması ve bu çerçevede mevzuatta getirilmiş kimi sınırlamalar bu sonucun doğmasında etken olmuş olabilir. Kitle fonlamasıyla fon toplamış ortaklık sayıları ile son dönemde payları halka arz edilmiş ortaklıkların sayılarındaki yakınlık da sistemin belirli bir başarıya ulaştığını işaret etmektedir.

Finansal olarak yapılan bu karşılaştırma, kitle fonlamanın, hukuken, halka arzın bir türü olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceği sorusunu bertaraf etmemektedir. Mevzuatta kitle fonlamasına ilişkin hükümlerin getiriliş şekli ve halka arz tanımının genişliği bu soruyu, yanıtlanması gereken bir konuma taşımaktadır. Hükümlerin lafzi yorumu ile amaçsal yorumundan kaynaklanan iki farklı eksenin ortaya çıktığı söylenebilir. Hükümlerin lafızları sıkı sıkıya takip edilirse kitle fonlaması halka arz niteliğinde değerlendirilebilir. Bununla birlikte, kanaatimizce, getirilen düzenlemeler eliyle yaratılan farklılık, kurumların amaçları da göz önüne alındığında, kitle fonlamanın halka arz olarak değerlendirilebilmesinin önüne geçmekte, yasa koyucunun iradesinin de bu yönde olduğunu ortaya koymaktadır. Öte yandan olması gereken hukuk anlamında, kitle fonlamanın, gereksinimleri uyarınca kurulacak bir muafiyet rejimiyle, halka arzın bir türü olarak düzenlenmesinin yerinde olacağını belirtmek isteriz.

İki kurum arasında terminolojik farklarla başlayan, faaliyetin konusu araçlarda farklılıklar yanında ortaklık tipine, paylara, sisteme ve aracılığa, statüye, ortaklığa ve sürece ilişkin farklar bulunmaktadır. Bu farklılıklar kitle fonlamanın gereksinimlerine göre tasarlanmak istenmesinden ortaya çıkmıştır denilebilir ve iki kurumun ayrık niteliğini vurgular niteliktedir. Çalışmada aktarılan farklılıkların tüketici bir liste niteliğinde olmadığı da hatırlatılmalıdır.

Kamuyu aydınlatmadan sorumluluğa ilişkin olarak SerPK m. 10 ve 32 ile kurulan izahnameden sorumluluğa ilişkin tartışmaları beraberinde getirmiş yapının aynı veya benzeri tartışmaları kitle fonlamasına bilgi formundan sorumluluk yönünden aktaran ve ayrıca yeni tartışmaları beraberinde getiren şekilde SerPK m. 35/A ve KFT m. 11/10 ile öngörülmüş olması kaçırılmış bir fırsat olarak ifade edilebilir. Bu konunun tartışmaları bertaraf edecek şekilde açıkça düzenlenmesi yerinde olur.

KAYNAKÇA

Adıgüzel B, *Sermaye Piyasası Hukuku* (5.baskı, Adalet 2023).

Akbülak Y, 'Kitle Fonlaması' (2016) 14 (165) Legal Hukuk Dergisi 5189-5211.

Aydoğan G, *Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk* (Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü 2021).

Bahtiyar M, *Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş* (Beta 2019).

Baytemür D, 'Kitle Fonlaması Kavramı ve Hukuki Altyapısı' (2019) 8 (31) Banka ve Finans Hukuku Dergisi 595-634.

Bektaş İ, *Anonim Ortaklıklarda Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Kısıtlanması ve Devri* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 2023).

Çağlar MT, 'Yeni Nesil Alternatif Finansman Yöntemi Olarak Kitleli Fonlama: Dünya ve Türkiye Uygulaması' (2019) 3 (2) Uygulamalı Sosyal Bilimler Dergisi 18-34.

Görmez O, *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanuna Göre Rüçhan Hakkının Kısıtlanması* (Beta 2017).

— —, *Topluluk Dışı Anonim Ortaklıklarda Çoğunluk Gücünün Kötüye Kullanılması* (Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi 2023).

Hacıömeroğlu AO, 'Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Kamuyu Aydınlatma' (2020) 8 (15) Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi 273-307.

Hızır S, *Halka Açık Ortaklık Statüsünün Sona Ermesi* (On İki Levha 2019).

Kahveci D, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kitle Fonlama Platformları* (On İki Levha 2023).

Kaya Mİ ve Gözübüyük B, 'Kitle Fonlamasının Teknoloji Alanında Yenilik Getiren Fikirlerin Finansmanındaki Rolü ve Kitle Fonlaması Sisteminde Yatırımcıların Korunmasının Önemi' (2022) 12 (2) Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi 1081-1127.

Kılıç B, 'Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması Türkiye'de Neden Başarılı Olamadı?' (*NASAMER Law Blog*, 25 Ağustos 2022) <<https://nasamer.ku.edu.tr/borclanmaya-dayali-kitle-fonlamasi-turkiyede-neden-basarili-olamadi/>> Erişim Tarihi 03 Temmuz 2024.

Korkmaz Ö, *Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması* (On İki Levha 2020).

KPMG, '2023 Yılı Halka Arz Piyasası Özet Raporu' (KPMG, Şubat 2024) <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/tr/pdf/2024/02/2023-Halka-Arz-Piyasasi-ozet-Raporu.pdf> Erişim Tarihi 03 Temmuz 2024.

Küçükgüngör MA, *Sermaye Piyasası Hukukunda Erken Aşama Girişimlerin Paya Dayalı Kitle Fonlaması Yoluyla Finansmanı* (Yetkin Yayınevi 2020).

İşiner N, *Sermaye Piyasası Hukukunda Paya Dayalı Kitle Fonlaması* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi 2021).

Manavgat Ç, *Hukuki Bakımdan Halka Açık Ortaklıklar ve Halka Arz* (Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 2016) (Anılış: Halka arz).

— — 'Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması', *Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan* (On İki Levha 2019) 765-786 (Anılış: Kitle Fonlaması).

Memiş T ve Turan G, *Sermaye Piyasası Hukuku* (6. Bası, Seçkin 2022).

Ocaklı O, *İyi Regülasyon İlkeleri Çerçevesinde Paya Dayalı Kitle Fonlaması* (Adalet 2024).

Pehlivanoğlu MC, 'Kitle Fonlaması Platformunun Bilgi Formundan Sorumluluğu' (2020) 85 (2) İzmir Barosu Dergisi 199-233.

Şanlıoğlu D, *Bir Kitleli Fonlama Türü Olarak ICO (Initial Coin Offering): Hukuki Alt Yapı Açısından Bir Değerlendirme* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi 2019).

Tanıl MS, ‘MKK Genel Müdürü Arıkan: Borsada artan yatırımcı sayısı ile birlikte ülkemizde yatırım kültürü de gelişiyor’ (*Anadolu Ajansı*, 24 Ocak 2024) <<https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/mkk-genel-muduru-arikan-borsada-artan-yatirimci-sayisiyla-birlikte-ulkemizde-yatirim-kulturu-de-gelisiyor/3117095>> Erişim Tarihi: 03 Temmuz 2024.

Tekin M ve Gökçen T, *Sermaye Piyasası Hukuku* (Seçkin 2022).

Yanlı V, ‘Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi’ (2020) 36 (1) Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 31-54.