

**SERMAYE PİYASASINDA KAMUYU AYDINLATMA
BELGELERİNDEN DOĞAN HUKUKİ SORUMLULUK**

Doktora Tezi

NEVİN MERAL

Hukuk Bölümü

İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi

Ankara

Ocak 2020

NEVİN MERAL

SERMAYE PİYASASINDA KAMUYU AYDINLATMA
BELGELERİNDEN DOĞAN HUKUKİ SORUMLULUK

BİLKENT ÜNİVERSİTESİ 2020

İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi
Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü

**SERMAYE PİYASASINDA KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN
DOĞAN HUKUKİ SORUMLULUK**

NEVİN MERAL

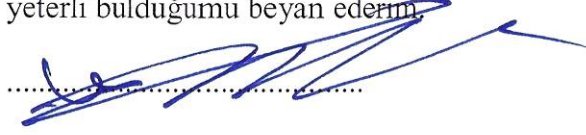
Özel Hukuk Disiplininde Doktora Derecesi Kazanma Yükümlülüklerinin
Bir Parçasıdır.

Hukuk Bölümü
İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi
Ankara
Ocak 2020

Bu çalışmayı sabırla bekleyen

Anneme ve Babama...

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Özel Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.



Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ
Tez Jüri Başkanı ve Tez Danışmanı

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Özel Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.



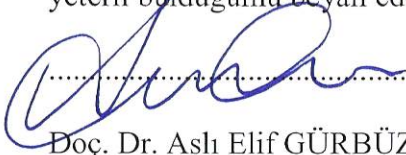
Prof. Dr. Çağlar MANAVGAT
Tez Jüri Üyesi

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Özel Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.



Doç. Dr. Cafer EMİNOĞLU
Tez Jüri Üyesi

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Özel Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.




Doç. Dr. Aşlı Elif GÜRBÜZ USLUEL
Tez Jüri Üyesi

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Özel Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.



Doç. Dr. Burçak YILDIZ
Tez Jüri Üyesi

Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü'nün onayı



Prof. Dr. Halime DEMİRKAN
Enstitü Müdürü

ÖZET

SERMAYE PİYASASINDA KAMUYU AYDINLATMA BELGELERİNDEN DOĞAN HUKUKİ SORUMLULUK

MERAL, Nevin

Doktora, Hukuk Bölümü

Tez Danışmanı: Prof. Dr. S. Zühtü AYTAÇ

Ocak 2020

Bu çalışmada, kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasından kaynaklanan hukuki sorumluluğun niteliği, unsurları ve sorumlu kişiler, SPKn'da bulunan farklı hükümlerin uygulama alanına göre incelenmiştir. Bu çerçevede karşılaştırmalı hukuktan faydalanılarak kamuyu aydınlatma ilkesi, kamuyu aydınlatma belgeleri ve bu belgelerdeki bilgilerden doğan hukuki sorumluluk sırasıyla ele alınmıştır. Son bölümde ise özellikle bu sorumluluğun sonucu olarak açılan tazminat davasının şartları ayrıntılı bir şekilde tartışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Hukuki Sorumluluk, İzahname, Kamuyu Aydınlatma Belgeleri, Sermaye Piyasası Hukuku, Tazminat Davası.

ABSTRACT

LEGAL LIABILITY FOR DISCLOSURE DOCUMENTS IN CAPITAL MARKETS

MERAL, Nevin

Ph.D., Department of Law

Supervisor: Prof. Dr. S. Zühtü AYTAÇ

January 2020

This thesis dealt with the nature, conditions of the civil liability arising from the false, misleading and omitted information in disclosure documents in capital markets, also with the liable persons, in accordance with the scope of application of different provisions in the Turkish Capital Market Law. In this context, the disclosure concept, disclosure documents and civil liability arising from the unlawful information in these documents are respectively examined. In the final part of the thesis, specifically the conditions of action for damages as a result of such liability are analysed in detail.

Key words: Action For Damages, Capital Market Law, Civil Liability, Disclosure Documents, Prospectus.

TEŞEKKÜR

Bu çalışma, Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ başkanlığında toplanan ve Prof. Dr. Çağlar MANAVGAT, Doç. Dr. Cafer EMİNOĞLU, Doç. Dr. Aslı Elif GÜRBÜZ USLUEL ve Doç. Dr. Burçak YILDIZ'ın katıldığı jüri önünde doktora tezi olarak savunulmuş ve oybirliği ile başarılı bulunmuştur. Bu çalışmanın üzerinde bir kişinin adı yazsa da birçok kişinin emeği bulunduğu için katkıda bulunan herkese teşekkür etmeyi borç biliyorum.

Öncelikle tez danışmanım Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ'a yorumları ve değerli görüşleri için çok teşekkür ederim. Tez savunma jürimde yer alarak değerli görüşleriyle bu çalışmanın geliştirilmesine katkı sunan, Doç. Dr. Aslı Elif GÜRBÜZ USLUEL ve Doç. Dr. Burçak YILDIZ hocalarıma da teşekkür etmek isterim.

Resmi olarak danışmanım olmamasına rağmen, tezimi defalarca okumuş ve değerli görüşleriyle çalışmanın evrilmesini sağlamış; duruşu, görüşleri ve akademik titizliği sebebiyle kendisi örnek aldığım çok değerli hocam Prof. Dr. Çağlar MANAVGAT'a da teşekkürü borç bilirim.

Asistanlığımı yaptığım ve kendisinden pek çok şey öğrenme fırsatına eriştiğim değerli kürsü hocam Doç. Dr. Cafer EMİNOĞLU'na sadece bu çalışmada değil, tüm akademik hayatımda bana yol gösterdiği, örnek olduğu için ve bana sarf etmiş olduğu emekleri için çok teşekkür ederim. Kendisiyle aynı kürsüyü paylaşmak benim için her zaman büyük bir nimet ve onur olmuştur.

Tez çalışmalarım sırasında özellikle karşılaştırmalı hukuk kısımlarına ilişkin kaynakların temini açısından bir yıl süreyle Erlangen-Nürnberg, Almanya'da bulunma

fırsatını elde ettim. Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg (FAU)'da misafir araştırmacı olarak kütüphaneden yararlanma ve orada çok kıymetli akademisyenlerle tanışma fırsatını “Yurt Dışı Doktora Sırası Araştırma Burs Programı” kapsamında sunduğu için TÜBİTAK'a teşekkür ederim. Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät FAU'da beni davet ederek saatlerce tezim üzerinde tartışan, gerek metodoloji açısından gerekse de savunulan görüşler bağlamında fikirlerinden ziyadesiyle faydalandığım Prof. Dr. Klaus Ulrich SCHMOLKE'ye de teşekkürü borç bilirim.

Görev yapmakta olduğum Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dekanı Prof. Dr. M. Fatih UŞAN hocama da, bu süreçte göstermiş olduğu anlayıştan, vermiş olduğu destekten dolayı ve son olarak bana her zaman inandığı ve bunu ifade etmekten hiç çekinmediği için şükranlarımı sunarım. Yanında çalışabilme fırsatı bulduğum ve kendisinden pek çok şey öğrendiğim değerli kürsü hocam Prof. Dr. Hayri BOZGEYİK'e bu vesile ile teşekkür etmek isterim.

İnsanın kendisini iyiniyetle uyaran ve can-ı gönülden kendisinden daha iyi olmasını istediği başka bir insanı bulabilmesi ve hatta ona kardeşim diyebilmesi oldukça güçtür. İşte öncelikle benim hayatımda böyle bir insan olduğu için; akademik hayatımda ve tez aşamasında hata yaptığımda beni uyarmaktan çekinmediği, her zaman ve her konuda destek olduğu, savunma gününden bir gün önce sabırla sunumumu dinlediği ve sorularıma cevap verdiği ve sonrasında da savunma günümde beni yalnız bırakmadığı için çok sevdiğim kardeşim Dr. Öğretim Üyesi Canan ERDOĞAN'a çok teşekkür ederim.

Tezin yazımı aşamasında özellikle Almanya’da çokça desteğini gördüğüm, sonraki aşamalarda her zaman önerileri ve çok değerli fikirleriyle bana yol gösteren, umutsuzluğa kapıldığımda moral veren çok kıymetli dostum Arş. Gör. Ümmühan KAYA’ya çok teşekkür ederim.

Yıllardır aynı odayı paylaştığım, ikirleriyle sadece tezimin değil akademik olarak görüşlerimin de şekillenmesine katkıda bulunan çok kıymetli dostum Arş. Gör. Dr. Rabia İlay PEERZADA’ya teşekkür etmeden geçemem. İki akademisyenin her daim aynı fikirde olması mümkün olmadığı için sıkça görüş ayrılığına düşsek de kendisinin görüşlerini ve farklılığını kıymetli bulmaktayım.

Aynı kürsüyü paylaştığım ve asistanlığı kendisinden öğrendiğim, bilgisine, görüşlerine güvendiğim, birçok projede birlikte çalışma fırsatı bulduğum çok sevgili arkadaşım ve meslektaşım Dr. Öğretim Üyesi Tuğçe N. YAŞAR’a, saate bakmaksızın her soruma günün her vakti cevap verdiği, tezimin şekillenmesine katkıda bulunduğu, zorlandığım noktalarda bana destek olduğu ve tavsiyelerini eksik etmediği için teşekkür ederim.

En yoğun zamanlarında bile büyük bir ilgi ile beni dinleyen, sorularıma cevap veren, tezimin bitmesine en az benim kadar sevinen çok sevgili oda arkadaşım Arş. Gör. Nurbanu ERZURUMLU’ya da teşekkür etmeden geçmek istemem.

Kendisi Anayasa Hukuku alanında çalışıyor olmasına rağmen benimle birlikte sorunlarıma çözüm bulmaya çalıştığı, ne zaman kapısını çalsam geri çevirmeyip beni sabırla dinlediği ve görüşleriyle tezime sunduğu katkılardan dolayı Arş. Gör. Dr. Yavuz Selim DEĞERLİ’ye de şükranlarımı sunarım.

Bu tezin yazılması esnasında her sorumu sabırla cevaplamaktan ve moral olmaktan kaynak sağlamaya kadar çok çeşitli aşamalarda ve şekillerde bana yardımları dokunan, Doç. Dr. Ersin ERDOĞAN, Dr. Öğretim Üyesi A. Oğuzhan HACIÖMEROĞLU, Arş. Gör. Dr. İpek Betül ALDEMİR TOPRAK, Arş. Gör. Dr. Melike Özge ÇEBİ BUĞDAYCI, Arş. Gör. Cansu KORKMAZ, Arş. Gör. Büşra CÖMERT AKBAY'a da minnettarım.

Tezin her aşamasını takip eden, her gün daha çok çalışayım diye baskı dahi yapan, bana olan inançları beni bile şaşırtan, kendimde devam edecek gücü bulmam noktasında bana güvenen, ama en çok da hayatımda oldukları için çok şanslı hissettiğim canım anneme ve babama çok teşekkür ederim. Aynı şekilde her iki ailemin çok sevdiğim diğer üyelerine de destekleri için teşekkür ederim. Sizler böyle olmasaydınız, ben bugün bu teşekkür yazısını yazıyor olmazdım.

Bu tezin üzerinde belki de benim kadar hak iddia edebilecek, özellikle tezin ekonomik analiz kısımlarında çokça desteğini gördüğüm; kişiliğine, duruşuna, görüşlerine ve getirmiş olduğu farklı bakış açılarına hayranlık duyduğum çok kıymetli eşime, bana göstermiş olduğu anlayış, sabır ve sevgi için teşekkür ederim. Bana en çok sabreden, beni en çok rahatlatan ve benim için en çok fedakarlıkta bulunan hep kendisi olmuştur. Tezin ilk kaleme alınışından savunma gününe kadar manen ve maddeten hep yanımda durduğu ve bana destek olduğu için teşekkür ederim. Bu başarı benim olduğu kadar kendisinindir de.

Şüphesiz hiç bir çalışma fedakarlık yapılmadan başarıya ulaşmıyor. Nitekim savunmadan sonra kendisine sınavı geçtim, dediğimde doğrudan '*Şimdi tatile gidebilir miyiz peki?*' diye sormasının ardından kendisini nelerden mahrum ettiğimi fark

ettiğim, ancak bütün bu zamanları da sonrasında telafi edeceğim oğluma da teŖekkr etmek isterim. GeliŖi ile tezimi büyük bir gecikmeye uğratmasına rağmen bu baŖarıyı benim için anlamlı kılan; hayatımda sadece iki buçuk yıldır olmasına rağmen benim en değerlim; varlığı neŖe kaynağım; çok sevdiğim oğluma, hayatımda olduğu, koŖsulsuz sevgisi, saflığı ve benim için en büyük fedakarlığı aslında fark etmeden de olsa yaptığı için çok teŖekkr ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iii
ABSTRACT	iv
TEŞEKKÜR.....	v
KISALTMALAR.....	xxii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMUYU AYDINLATMA KAVRAMI VE KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTAKİ DURUM

I. Kavram	11
A. Tanımı	11
B. Amacı ve İşlevleri	13
1. Amacı.....	13
2. İşlevleri.....	15
a. Aydınlatıcı İşlevi	15
b. Koruyucu İşlevi.....	18
c. Caydırıcı İşlevi	19
C. Tarihsel Gelişimi	25
Ç. Kapsamı.....	28
D. Muhatapları	31

1. Genel Olarak.....	31
2. Yatırımcılar	32
3. Diğer Menfaat Sahipleri	34
E. Türleri.....	35
1. Şekli ve Maddi Kamuyu Aydınlatma	35
2. Zorunlu ve Gönüllü Kamuyu Aydınlatma.....	37
F. Diğer Kavramlar ile İlişkisi	49
1. Şeffaflık İlkesi ile	49
2. Bilgi Edinme Hakkı ile.....	52
3. Yatırımcının Korunması İlkesi ile	56
4. Kurumsal Yönetim İlkeleri İle.....	57
II. Karşılaştırmalı Hukuktaki Durum.....	59
A. Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda	59
1. Genel Olarak.....	59
2. 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (<i>Securities Act of 1933</i>)	60
a. Kanunun Getirdiği Düzen	60
b. Menkul Kıymetlerin İhracı ve Kayıt Formu	61
c. Menkul Kıymetlerin Halka Arzı ve İzahname	63
3. 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (<i>Securities Exchange Act of 1934</i>).....	64
a. Kanunun Getirdiği Düzen	64
b. İhraççıların Kayda Alınması	66
4. 2002 Tarihli <i>Sarbanes-Oxley Kanunu</i>	69
B. Avrupa Birliği Hukukunda	73

1. Genel Olarak	73
2. Avrupa Sermaye Piyasaları Birliği Süreci	73
3. Kamuyu Aydınlatma Mevzuatı	82
a. İzahname Tüzüğü	82
aa. Tüzük'ün Getirdiği Düzen.....	82
bb. İzahnamenin Yayınlanmasına İlişkin Hükümler.....	83
b. Kamuyu Aydınlatma Yönergesi.....	88
aa. Yönerge'nin Getirdiği Düzen	88
bb. Finansal Raporların Açıklanması.....	90
aaa. Genel Düzen	90
bbb. Türleri.....	92
aaaa. Yıllık Finansal Raporlar	92
bbbb. Ara Dönem Raporları	94
c. Piyasanın Kötüye Kullanılması Tüzüğü.....	97
aa. 2003/6/EC Sayılı MAD Dönemi	97
bb. MAR No. 596/2014 Dönemi.....	99
aaa. Tüzük'ün Getirdiği Düzen	99
bbb. İçsel Bilgi Tanımı.....	101
ccc. İçsel Bilginin Açıklanmasının Ertelenmesi	106
aaaa. Ertelemenin Sebepleri ve Genel Düzen.....	106
bbbb. Ertelemenin Koşulları.....	107
cccc. Çok Aşamalı Kararların Alınmasında İçsel Bilginin Açıklanmasının Ertelenmesi.....	110
4. Alman Hukukunda	112

5. Birleşik Krallık Hukukunda	119
C. İsviçre Hukukunda.....	127
1. Genel Olarak.....	127
2. İzahname Hazırlama Yükümlülüğü.....	130
3. Kamuyu Sürekli Aydınlatma Yükümlülüğü	131
a. Özel Durumların Açıklanması.....	131
b. Finansal Raporların Açıklanması.....	132
c. Diğer Açıklamalar	133

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA KAMUYU AYDINLATMA

A. Kavramın Gelişimi	135
B. Sermaye Piyasası Mevzuatında Kamuyu Aydınlatma.....	145
1. Genel Olarak.....	145
2. Kamuya Yapılacak Açıklamaların Niteliği.....	148
a. Açık ve Anlaşılır Olmak.....	148
b. Bağımsız Denetime Tabi Olmak.....	152
c. Yeterli ve Sürekli Olmak.....	155
ç. Doğru ve Dürüst Olmak	156
d. Tarafsız Olmak.....	160
e. Ticari Sır Niteliğinde Olmamak.....	160
3. Halka Arzda ve İhraçta Kamuyu Aydınlatma	164

a. Kamu Otoritelerinin İşlevlerine İlişkin Sistemler	164
aa. İzin (Liyakat) Sistemi	164
bb. Kayda Alma Sistemi	167
cc. Kamuyu Aydınlatma Sistemi.....	169
b. İzahname ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu	172
aa. İzahname.....	172
aaa. Tanımı	172
bbb. Hukuki Niteliği.....	174
ccc. Hazırlanması	176
ççç. İçeriği	179
ddd. Onaylanması.....	181
eee. Tescili ve İlanı	183
fff. Değişiklik Yapılması.....	184
bb. Tasarruf Sahipleri Satış Duyurusu	186
c. İhraç ve İhraç Belgesi.....	188
ç. İlan ve Reklamlar	189
4. Organize Piyasalara Başvuru Anında Kamuyu Aydınlatma ve	
Borsada İşlem Görme Duyurusu	191
5. Sürekli Kamuyu Aydınlatma	192
a. Genel Düzen	192
b. Dönemsel Kamuyu Aydınlatma.....	193
aa. Finansal Raporlar	193
aaa. Tanımı ve İşlevi	193
bbb. Hazırlanması	195

ccc. Kamuya Açıklanması.....	198
bb. Bağımsız Denetim Raporları.....	200
c. Özel Haller Gereği Kamuyu Aydınlatma.....	202
aa. Genel Düzen	202
bb. Özel Durumlar Tebliği Uyarınca Yapılması Gereken Özel Durum Açıklamaları.....	206
aaa. Türleri	206
aaaa. İçsel Bilgi	206
aaaaa. Tanım	206
bbbbb. İçsel Bilginin Özellikleri	209
aaaaaa. Niteliklerinin Belirli Olması.....	209
bbbbbb. Kamuya Açıklanmamış Olması	213
ccccc. İhraççı veya Sermaye Piyasası Aracına İlişkin Olması...	214
ççççç. Fiyata Etkili Olması.....	216
bbbb. Sürekli Bilgi.....	217
cccc. Geleceğe Yönelik Değerlendirmelerin Açıklanması	217
bbb. Açıklamanın Yükümlülükleri.....	220
ccc. Açıklamanın Yapılması	223
ççç. Açıklamaların Ertelenmesi	229
aaaa. Şartları	229
aaaaa. Haklı Bir Sebepin Varlığı.....	229
bbbbbb. Kamunun Yanıltılmaması	230
ccccc. Bilginin Gizliliğinin Sağlanması.....	232
cc. Pay Alım Tekliflerinde Hazırlanan Bilgi Formu	235

çç. Birleşme ve Bölünmede Hazırlanan Duyuru Metinleri.....	239
dd. Yetki Talebine İlişkin Bilgi Formu.....	240
ee. Diğer Açıklamalar.....	241
6. Kamuyu Aydınlatma Platformu	243
C. Diğer Mevzuatta Kamuyu Aydınlatma	246
1. Türk Ticaret Kanunu'nda.....	246
a. 6762 Sayılı Eski Türk Ticaret Kanunu Dönemi.....	246
b. 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Dönemi.....	247
2. Bankacılık Kanunu'nda	250

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HUKUKİ SORUMLULUĞUN ESASLARI VE TAZMİNAT DAVASI

I. Karşılaştırmalı Hukukta Sorumluluk	255
A. Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda	255
1. 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanununa Göre	255
a. Genel Düzen	255
b. Davanın Tarafları	257
aa. Davacı.....	257
bb. Davalı	258
aaa. İhraççı	258
bbb. İhraççının Yönetim Kurulu Üyeleri	259
ccc. Aracı Kurum	260
ççç. Halka Arz Eden.....	263

ddd. Diğer Sorumlular.....	264
c. Sorumluluğun Şartları	266
aa. Hukuka Aykırı Yapılan veya Hiç Yapılmayan Açıklamanın Esaslı Olması (<i>Materiality</i>).....	266
bb. Zarar	267
cc. Diğer Şartlar	268
ç. Sorumsuzluk Halleri.....	269
2. 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanununa Göre.....	272
a. Genel Düzen	272
b. Kural 10b-5'e Dayanan Tazminat Davaları	276
aa. Dava Hakkının Gelişimi	276
bb. Davanın Tarafları	278
aaa. Davacı	278
bbb. Davalı	279
cc. Sınıf Davasının Şartları	282
aaa. Hukuka Aykırı Yapılan veya Hiç Yapılmayan Açıklamanın Esaslı Olması (<i>Materiality</i>)	282
bbb. Hile Kastının Bulunması (<i>Scienter</i>)	283
ccc. Gerçeğe Aykırı Bilgiye Güvenme (<i>Reliance</i>).....	283
ççç. Saf Malvarlığı Zararı (<i>Economic Loss</i>)	287
ddd. Zarar Nedenselliği (<i>Loss Causation</i>)	288
B. Avrupa Birliği Hukukunda	290
1. Kamuyu Aydınlatma Yönergesine Göre Finansal Raporlara İlişkin Sorumluluk	290

2. MAR Hükümlerine Göre İçsel Bilgiye İlişkin Sorumluluk	291
3. İzahname Tüzüğüne Göre İzahnameye İlişkin Sorumluluk	292
4. Alman Hukukunda	297
a. İzahnameden Doğan Sorumluluk	297
b. Finansal Raporlardan Doğan Sorumluluk	303
c. İçsel Bilginin Açıklanmasından Doğan Sorumluluk.....	309
5. Birleşik Krallık Hukukunda	317
a. Common Law'dan Kaynaklanan Haksız Fiil Sorumluluğu	317
b. İzahnameden Doğan Sorumluluk.....	321
c. Dönemsel Aydınlatmadan Doğan Sorumluluk.....	326
C. İsviçre Hukukunda	335
1. Kamuyu Aydınlatmadan Doğan Sorumluluk	335
2. Tazminat Davası	337
a. Koşulları	337
aa. Hukuka Aykırılık.....	337
bb. Kusur	338
cc. Nedensellik Bağı.....	339
dd. Zarar	340
b. İspat Yükü ve Zamanaşımı.....	340
c. Davanın Tarafları	341
II. Türk Hukukunda	343
A. Sermaye Piyasası Mevzuatı Uyarınca Sorumluluğun Esasları	343
1. 2499 Sayılı Eski Sermaye Piyasası Kanunu Dönemi	343
2. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Dönemi	348

a. Kanunun Getirdiği Dzen	348
b. Sorumluluğun Hukuki Niteliği.....	351
aa. İzahnameden Doğan Sorumluluk	351
aaa. İhraççı Açıısından	351
bbb. İkinci Derecede Sorumlular Açıısından	371
bb. Diğer Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk.....	375
c. Sorumluluğun Kapsamı	382
aa. İç İlişkide	382
bb. Dış İlişkide	384
ç. Sorumluluğun Koşulları	386
aa. Hukuka Aykırı Eylem.....	386
aaa. Bilginin Yanlış, Yanıltıcı veya Eksik Açıklanması.....	386
bbb. Hukuka Aykırılığın Esaslı Olması	389
bb. Kusur	395
aaa. Tanımı ve Derecesi	395
bbb. Kusur Karinesi ve Kusursuzluğun İspatı.....	397
cc. Zarar.....	401
aaa. Tanımı ve Belirlenmesi.....	401
bbb. Zararın Doğduğu Ana İlişkin Görüşler	404
aaaa. Yapay Fiyattan İşlem Yapma Görüşü	404
bbbb. Fark Görüşü	407
cccc. Ters İşlem Yapma Görüşü	409
ccc. Türk Hukukunda Benimsenen Görüş	413
aaaa. Genel Hükümler Uyarınca	413

bbbb. Sermaye Piyasası Mevzuatı Uyarınca	415
çç. Nedensellik Bağı.....	419
aaa. Genel Düzen	419
bbb. Sermaye Piyasası Kanunundaki Nedensellik Bağı Karinesi	424
dd. İzahnameye Özgü Ek Koşul: Zararın İhraççıdan Tazmin Edilememesi veya Edilemeyeceğinin Açıkça Anlaşılması.....	437
B. Tazminat Davası	441
1. Genel Olarak.....	441
2. Davanın Tarafları.....	443
a. Davacı.....	443
aa. Yatırımcı Kavramı	443
bb. Yatırımcı Türleri	445
aaa. Bireysel Yatırımcılar.....	445
bbb. Nitelikli ve Kurumsal Yatırımcılar	446
cc. Türk Hukukunda Korunan Yatırımcı Tipi.....	448
b. Davalı	451
aa. Genel Düzen	451
bb. Sorumlular	453
aaa. İhraççı	453
bbb. Halka Arz Eden.....	455
ccc. Lider Aracı Kurum.....	456
aaaa. Aracı Kurum Tanımı	456
bbbb. Halka Arza Aracılık Türleri.....	457
cccc. Sorumluluğunun Esasları	460

ççç. İhraççının Yönetim Kurulu Üyeleri.....	462
ddd. Garantör.....	468
eee. Diğer Sorumlular	470
3. Yetkili ve Görevli Mahkeme	475
4. Sorumsuzluk Halleri	475
5. Tazminatın Belirlenmesi ve Hesaplanması.....	478
6. Zamanaşımı	480
SONUÇ.....	484
KAYNAKÇA	491

KISALTMALAR

Abs.	: Absatz
A.Ş.	: Anonim Şirket
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABS	: asset-backed securities
AG	: Aktiengesellschaft
AHBVÜ	: Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi
AktG	: Aktiengesetz
All ER	: All England Law Reports
AMEX	: American Stock Exchange
AMF	: Autorité des marchés financiers (French Securities Regulator)
Art.	: Article
aşa.	: aşağıda
AÜHF	: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi
BaFin	: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Ban.	: Banking
BankK	: Bankacılık Kanunu
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BDS	: Bağımsız Denetim Standartları
BEHK	: Bilgi Edinme Hakkında Kanun
BGB	: Bürgerliches Gesetzbuch

BGE	: Bundesgerichtsentscheid
BGH	: Bundesgerichtshof
BİST	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
BKR	: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
bkz.	: bakınız
BOBİ FRS	: Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standartları
BörsG	: Börsengesetz
BT Drucks	: Deutscher Bundestag Drucksache
BTHAE	: Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü
BuM	: Beton- und Monierbau AG
BX	: Berne eXchange
CCH	: Commerce Clearing House, a Wolters Kluwer business
CEO	: Chief Executive Officer
cert.	: certification
CESR	: Committee of European Securities Regulators
CFR	: Code of Federal Regulations
CGB	: Das schweizerische Civilgesetzbuch
CJA	: The Criminal Justice Act of 1933
Ch.	: Chamber
Cir.	: Circuit
Co.	: Company
Contemp.	: Contemporary
Corp.	: Corporation

CUP	: Cambridge University Press
D.N.J.	: The United States District Court for the District of New Jersey
Dist.	: District
DLA	: The Directors Liability Act
dn.	: dipnot
DRS	: Die Deutschen Rechnungslegungs Standards
DTR	: The Disclosure and Transparency Rules of FCA
E.D. Pa.	: The United States District Court for the Eastern District of Pennsylvania
eBK	: 22.04.1926 tarihli ve 818 sayılı eski Borçlar Kanunu
EC	: The European Commission
ECJ	: The European Court of Justice
Eco.	: Economics
Eds.	: editörler
Ed.	: editör
EDGAR	: The Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System
EEA	: The European Economic Area
EEC	: The European Economic Community
ESMA	: The European Securities and Markets Authority
eSPKn	: 28.07.1981 tarihli ve 2499 sayılı eski Sermaye Piyasası Kanunu
et al.	: et alia

et seq.	: et sequens
eTTK	: 26.06.1956 tarihli ve 6762 sayılı eski Türk Ticaret Kanunu
EU	: The European Union
F.R.D.	: Federal Rules Decisions
FCA	: The Financial Conduct Authority
FDA	: The Food and Drug Administration
Fed. Sec. L. Rep.	: Federal Securities Law Reporter
FER (Swiss GAAP FER)	: Die Fachempfehlungen zur Rechnungslegung
ff	: fortfolgende
FIDLEG	: Das Schweizer Finanzdienstleistungsgesetz
Fin.	: Finance
FINMA	: Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FMLC	: The Financial Markets Law Committee
FRCP	: The Federal Rules of Civil Procedure
FRC	: The Financial Reporting Council
FREP	: The Financial Reporting Enforcement Panel
FSA	: The Financial Services Authority
FSMA	: The Financial Services and Markets Act
FSMT	: The Financial Services and Markets Tribunal
G20	: Group of 20
GAAP	: Generally Accepted Accounting Principles
GAAS	: Generally Accepted Auditing Standards
GesRZ	: Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht

GG	: Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GİP	: Gelişen İşletmeler Pazarı
GmbHG	: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GÜHFD	: Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
HD	: Hukuk Dairesi
HGB	: Handelsgesetzbuch
HGK	: Hukuk Genel Kurulu
HM	: Her Majesty
HMK	: Hukuk Muhakemeleri Kanunu
IAS	: International Accounting Standards
IFRS	: International Financial Reporting Standards
IKB	: Die IKB Deutsche Industriebank AG, International Klein Blue
Inc.	: Incorporated
Int.	: International
IOSCO	: The International Organization of Securities Commissions
IPO	: Initial Public Offering
İBK	: İçtihadı Birleştirme Kararı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İÜHFM	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
İYUK	: İdari Yargılama Usulü Kanunu
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu

KapInHaG	: Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz
KapMuG	: Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten
karş.	: karşılaştırınız
KAYİK	: Kamu Yararını İlgilendiren Kuruluşlar
KGaA	: Kommanditgesellschaft auf Aktien
KGK	: Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
KMG	: Kriegsmaterialgesetz-Bundesgesetz über das Kriegsmaterial der Schweiz
KÜİİBFD	: Karadeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
L.	: Law
Lit.	: Litigation
LMV	: Ley del Mercado de Valores
LSE	: The London Stock Exchange
Ltd.	: limited
m.	: madde
MAD	: The Market Abuse Directive 2014/57/EU
MAR	: The Market Abuse Regulation No 596/2014
MC	: The Code on Market Conduct – Model Code of FCA
MiFID II	: The Markets in Financial Instruments Directive 2014/65/EU

MiFID	: The Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
MOME	: Mechanisms of Market Efficiency
MÜHF-HAD	: Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Hukuk Araştırmaları Dergisi
NASD	: The National Association of Securities Dealers
NASDAQ	: The National Association of Securities Dealers Automated Quotations
N. D. Ga.	: The United States District Court for the Northern District of Georgia
N.D. Tex.	: The United States District Court for the Northern District of Texas
NJW	: Die Neue Juristische Wochenschrift
NYSE	: New York Stock Exchange
NZG	: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZSC&CA	: The Supreme Court of New Zealand & New Zealand Court of Appeal
OECD	: The Organisation for Economic Co-operation and Development
OJ	: The Official Journal of the European Union
OLG	: Oberlandesgericht
OR	: Das Schweizerische Obligationenrecht
para.	: paragraf

PCAOB	: The Public Company Accounting Oversight Board
PIP	: Primary Information Provider
PLC	: public limited company
PR	: The Prospectus Rules of FCA
Probs.	: Problems
PSLRA	: The Private Securities Litigation Reform Act of 1995
Pub.	: Public
Rev.	: Review
RIS	: Regulatory Information Service
RL-KG	: Rechnungslegungs-Kontrollgesetz
s.	: sayfa
S.	: der Satz
SBDS	: Sınırlı Bağımsız Denetim Standartı
S.D.N.Y.	: The United States District Court for the Southern District of New York
SEC	: The Securities and Exchange Commission
Sec.	: section
SESTA	: The Act on Stock Exchanges and Securities Trading (Börsengesetz BEHG)
SIX	: Swiss Infrastructure and Exchange
SLIM	: Simpler Legislation for the Internal Market
SOX	: Sarbanes Oxley Act
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu

SPKr	: Sermaye Piyasası Kurulu
Stat.	: Statute
Supp.	: supplement
Şti.	: şirketi
TBB	: Türkiye Barolar Birliği
TBK	: Türk Borçlar Kanunu
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TDS	: Türkiye Denetim Standartları
TFM	: Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMK	: Türk Medeni Kanunu
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TSG	: Ticaret Sicili Gazetesi
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TUG	: Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
UCITS	: Undertakings Collective Investment in Transferable Securities
Uni.	: University
UK	: The United Kingdom
UKHL	: The United Kingdom House of Lords
U. S.	: The United States
U.S.C.	: The United States Codes

v.	: versus
vb.	: ve benzeri
vd.	: ve devamı
VerkProspG	: Wertpapier- Verkaufsprospektgesetz
WpÜG	: Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz
WpHG	: Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	: Wertpapierprospektgesetz
WL	: West Law
WM	: Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAIV	: Die der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisordnung
yuk.	: yukarıda
ZBB/JBB	: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft/ Journal of Banking Law and Banking
ZIP	: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	: Zivilprozessordnung
ZR	: Zivilsenats

GİRİŞ

Kurumsal yönetim kavramı, ortaklıkların stratejik olarak ve verimli bir şekilde yönetimi ve denetimini sistematik sorumluluk kurallarına bağlayan bir yönetim sistemi anlamına gelmektedir. Kavram, 1970’li yıllarda akademik literatürde yoğun olarak tartışılmış ve belge bazında ilk olarak Birleşik Krallık’ta 1992’de Cadbury Raporunda (*the Cadbury Report*¹) bu kavrama ve bununla ilgili çeşitli ilkelere atıf yapılmıştır. Konuyla ilgili uluslararası alanda var olan çalışmaların başında, OECD tarafından 1994 yılında hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri gelmektedir. İlkeler büyük çapta kabul görmüş ve birçok ulusal belgeye de kaynaklık etmiştir. 2004 yılında ilkeler ilk kez gözden geçirilerek düzeltme yapıldıktan sonra, 2014 yılında ilkelerin güncellenmesi için taslak bir metin hazırlanmış ve OECD, G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri² başlıklı metnine son şeklini 2015 Ekim ayında vermiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerinden biri de kamuyu aydınlatma ve şeffaflıktır. Kamunun aydınlatılması söz konusu olduğunda, esas olarak iki tür menfaat arasında dengeleme yapılması ihtiyacı doğmaktadır. Bunları, yatırımcının korunması ve ortaklığın rekabetçi ortamda ticari sırlarını açıklamaktan kaçınmaları hususundaki menfaatleri şeklinde belirtmek mümkündür. Ancak kanun koyucuların, sermaye piyasaları açısından yatırımcının korunmasına öncelik verdiği ve dolayısıyla ‘kamu’nun menfaatini üstün tuttuğu görülmektedir.

¹ The Cadbury Committee, The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>> (Erişim Tarihi: 17.10.2015).

² OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance (Turkish version), OECD Publishing, Paris 2016 <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264257443-tr>> (Erişim Tarihi: 15.11.2016).

2000’li yıllardan bu yana meydana gelen çeşitli yolsuzluk skandallarının ardından, başta ABD olmak üzere çeşitli ülkelerde bahse konu yolsuzlukların nasıl giderileceği bağlamında kurumsal yönetim kavramı tartışma konusu olmuştur. Konuya ilişkin olarak uygulamada birçok sorun baş göstermiştir. Örneğin Enron ve Arthur Anderson ile Worldcom gibi büyük ortaklıklarda yolsuzluk yapılmış ve bunun neticesinde birçok kişi mağdur olmuştur. Sonuç olarak doktrinde, vekalet çatışması (*agency problem*) olarak anılan ve yönetici-ortaklık arasındaki menfaat çatışmasını açıklayan bir teori tartışılmaya başlanmıştır. Ortaklıkların nasıl yönetilmeleri gerektiğine ilişkin tartışmaların da yapılması üzerine, ulusal otoriteler ve uluslararası örgütler bazı çalışmalar yapma ve ortaklık yönetimi sorununa çözüm getirebilme ihtiyacı duymuşlardır. Ortaklıkların yönetiminde, denetiminde ve ortaklık içi ilişkilerde daha fazla şeffaflık ve kamunun birçok konuda aydınlatılmasının, yolsuzlukların önüne geçeceğine inanılmıştır. Nihayetinde kurumsal yönetimin ve ilkelerinin önemi anlaşılmış ve zamanla tüm ülkeler kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin ‘uygula yoksa açıkla (*comply or explain*)’ kuralını uygulamaya başlamışlardır.

Kurumsal yönetim ilkelerinden olan kamuyu aydınlatma ilkesinin tek bir tanımının yapılması oldukça güçtür. İlke, İngilizcede ‘*disclosure*’ ve Almandada ‘*Publizität*’ olarak ifade edilirken, Türkçe karşılığında ‘kamuyu aydınlatma’ kavramı tercih edilmiş. Kamuyu aydınlatma kavramı sözcük anlamı itibariyle her ne kadar belirtilen diğer kavramları karşılamasa da, zamanla kavramın anlamı genişlemiştir ve kavram, günümüzde artık tam olarak ‘*disclosure*’ ve ‘*Publizität*’ kavramlarını karşılamaktadır. Kamuyu aydınlatma ilkesinin tüm bu anlamlarını karşılar nitelikte bir tanımı, kanun koyucu tarafından yapılmamıştır. Ancak doktrinde yapılan tanımlar ilkenin bazı özelliklerini ortaya koyar niteliktedir. İlkenin anlamı, yatırımcının

korunması ilkesinin gerçekleştirilmesi amacıyla ve dinamik yapısı nedeniyle sürekli olarak değişmekte ve genişlemektedir. Kamuyu aydınlatma ilkesinin bir tanımının verilmesi her ne kadar zor olsa da, ilkenin amaçları oldukça nettir. Buna göre, ilk olarak yatırımcının korunması olmak üzere, yatırımcının, yatırım kararı vermeden önce bilgilendirilmesi ve bu şekilde karar vererek yatırımın risklerini üstlenmesi amaçlanmaktadır. Diğer taraftan sermaye piyasasının etkin bir şekilde işlediğine ve piyasa fiyatlarının, sermaye piyasası araçlarının gerçek değerini yansıttığına dair yatırımcıda oluşan güvenin korunması hedeflenmektedir. Nitekim bu şekilde, diğer piyasa aktörlerinin ve özellikle ihraççının yöneticilerinin, ilk elden sahip oldukları bilgiyi kötüye kullanmak suretiyle çeşitli yollarla yatırımcıları yanıltmaları önlenir.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin çeşitli şekillerde sınıflandırılması mümkündür. Ancak bunlardan en tartışmalı olanı, zorunlu ve gönüllü kamuyu aydınlatma ayrımıdır. Kamuyu aydınlatmanın içeriği, kapsamı, süresi ve konusuna ilişkin belirlemenin mevzuatta bazı kurallarla öngörülmesi halinde, zorunlu kamuyu aydınlatma söz konusu olur. Diğer taraftan mevzuatta bir zorunluluk bulunmaksızın ihraççıların tamamen kendi isteklerine bağlı olarak kamuya istedikleri bilgileri yine istedikleri şekillerde açıklamaları halinde ise, gönüllü kamuyu aydınlatma söz konusu olur. Zorunlu kamuyu aydınlatmanın gerekli olup olmadığı konusunda doktrinde birçok tartışma yapılmasına rağmen,³ diğer birçok ülkede olduğu gibi, Türk kanun koyucusu da zorunlu kamuyu aydınlatma yaklaşımını benimsemiştir. Bu doğrultuda öncelikle SPKn ve ilgili ikincil mevzuat ve sonrasında da TTK, BankK gibi düzenlemeler doğrultusunda,⁴ hangi

³ Ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. “Zorunlu ve Gönüllü Kamuyu Aydınlatma” başlığı altındaki açıklamalar.

⁴ 06.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete’de; 13.01.2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 14.02.2011 tarihli ve

durumlarda, hangi belgelerle ve ne tür bilgilerin kamuya açıklanması gerektiğine dair ayrıntılı hükümler mevcuttur. Kamuyu aydınlatma ilkesinin tanımı, amaçları ve türleri hakkında açıklamalar yaptıktan sonra ilkenin, şeffaflık ilkesi başta olmak üzere benzer ilke ve kavramlarla ilişkisinin de ortaya konulması gerekir.

Zorunlu kamuyu aydınlatma yaklaşımı çerçevesinde, ihraççıya ve ihraç ettiği sermaye piyasası aracına ilişkin, ticari sır mahiyetinde olmayan tüm bilgilerin, ilgililerce kamuya açıklanması gerekmektedir. Yapılması gereken bu açıklamalar, hedef kitle kamu olduğu için ortalama ve makul bir yatırımcının anlayabileceği açıklıkta ve anlaşılır, doğru ve dürüst resim ilkesine uygun, tarafsız olmalı ve ticari sır niteliğinde olmamalıdır. Açıklanan bilgilerin ortaklığın finansal durumuna ilişkin bilgiler olması halinde kamuyu aydınlatma ilkesi, finansal tabloların ayrıca bağımsız denetimden geçmiş olmasını da gerektirir.⁵ Kamuya bu haliyle yapılacak açıklamalar, hukukumuzda ilgili mevzuat hükümlerine göre ve kamuyu aydınlatma belgeleriyle yapılmaktadır. Kanun koyucu tarafından bu belgelerin tanımının verilmemesi, ilkenin bir tanımının yapılmamış olmasıyla aynı sebebe dayanmaktadır. Zamanla genişleyen ve gelişen ilkeye paralel olarak, kamuyu aydınlatma belgelerinin de kapsamı gittikçe genişlemektedir. SPKn m. 6 vd. hükümlerinde izahname ve ihraç belgesi düzenlenmişken diğer hükümlerinde bu belgelerden sadece örnek mahiyetinde bahsedilmiştir.

27846 sayılı Resmi Gazete’de; 19.10.2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, 01.11.2005 tarihli ve 25983 mükerrer sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

⁵ Sermaye piyasasında borsa şirketlerinin 3 ve 9 aylık finansal raporlarının bağımsız denetimden geçmediği bu noktada unutulmamalıdır. Bu durumda ara dönem finansal bilgilerin denetimi yapılacaksa, sınırlı bağımsız denetim standardı (SBDS 2410) çerçevesinde bu denetim yürütülmelidir, Bkz. KGK, TDS, SBDS 2410, Ara Dönem Finansal Bilgilerin, İşletmenin Yıllık Finansal Tablolarının Bağımsız Denetimini Yürüten Denetçi Tarafından Sınırlı Bağımsız Denetimi, para. 2. Bu sınırlı bağımsız denetim (SBD), bağımsız denetimden oldukça farklıdır, nitekim SBD’in amacı, finans ve muhasebe konularında yetkili kişilerin sorgulanmasıdır. SBD sonunda hazırlanan rapor, finansal bilgilerin dürüst resim ilkesine uygun olarak hazırlanmış olduğuna veya gerçeğe uygunluk konusunda bir yanlışlık içermediğine ilişkin güvence oluşturmaz, bkz. SBDS 2410, para. 9. Ayrıntılı bilgi için bkz. aşağı. “Bağımsız Denetim Raporları” başlığı altındaki açıklamalar.

Kamuyu aydınlatma belgeleri, yapılacak kamuyu aydınlatmanın zamanına göre değişmektedir. Bu kapsamda halka arzda ve ihraçta kamuyu aydınlatma, organize piyasalara başvuru anında kamuyu aydınlatma ve dönemsel ve anında kamuyu aydınlatma yapılmaktadır. Bu çalışmanın sistematığı de kamuyu aydınlatmanın zamanına göre yapılan ayırım doğrultusunda oluşturulmuştur. Buna göre kamuyu aydınlatma belgeleri, halka arzda izahname, ihraçlarda ihraç belgesi, organize piyasalara başvuru anında işlem görme duyurusu iken, dönemsel kamuyu aydınlatmada finansal raporlar ve denetim raporları ile anında kamuyu aydınlatmada özel durum açıklamaları ve diğer belgeler şeklinde ifade edilir.

Farklı hukuk sistemlerinde kamuyu aydınlatma belgeleri, çeşitli şekillerde adlandırılmıştır. Örneğin ABD hukukunda 1933 tarihli Kanun⁶ uyarınca menkul kıymetlerin kayda alınması ve 1934 tarihli Kanun⁷ uyarınca ihraççıların kayda alınması esnasında kullanılan formlar, kamuyu aydınlatma belgesi niteliğindedir. AB hukukunda ise Kamuyu Aydınlatma Yönergesi,⁸ MAR,⁹ İzahname Tüzüğü,¹⁰ MiFID II,¹¹ kamuyu

⁶ United States Code, Securities Act of 1933 (An act to provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes), 15 U.S.C.: Commerce and Trade, §§77a-§§77mm (Pub. L. 73-22, 48 Stat. 74, enacted May 27, 1933).

⁷ United States Code, Securities Exchange Act of 1934 (An act To provide for the regulation of securities exchanges and of over-the-counter markets operating in interstate and foreign commerce and through the mails, to prevent inequitable and unfair practices on such exchanges and markets, and for other purposes), 15 U.S.C.: Commerce and Trade, §§78a-§§78qq (Pub. L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934).

⁸ 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.

⁹ 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.

¹⁰ 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.

aydınlatma sisteminin çerçevesini oluşturan düzenlemelerdir. Bizim hukukumuzda kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin isimlendirme ve yapılan sınıflandırma ile kamuyu aydınlatmanın zamanına ilişkin düzenlemelerin kaynağı da AB hukukudur.

Kamuyu aydınlatma ilkesi doğrultusunda kamuya yapılan açıklamaların yanlış, yanıltıcı veya eksik olması sonucunda, yatırımcının zarar görmesi söz konusu olursa, ilkenin tamamlayıcısı olarak bir sorumluluk sisteminin öngörülmesi gerekmektedir. Türk hukukunda yeni SPKn ile izahnameler açısından getirilen dereceli sorumluluk sistemi ile kamuyu aydınlatmadan doğan genel bir sorumluluk hükmü, ilk kez uygulamaya konulmuş bulunmaktadır. SPKn m. 10, 11, 14, 20, 32 ve 63 hükümlerinin uygulanmasının sınırları ve getirilen sorumlulukların her birinin şartlarının iyi belirlenmesi gerekir. Nitekim SPKn m. 10'da izahnamedeki bilgilerin gerçeğe aykırı olmasından doğan sorumlulukta ihraççının ilk derecede sorumlu olduğu belirtilmiştir, ancak bu sorumluluğun niteliğine ilişkin herhangi bir açıklık bulunmamaktadır. Hükmün devamında ikinci derecede sorumlu olanlar sayılmış ve bu derecedeki sorumluların aralarında farklılaştırılmış teselsül olduğu belirtilmiştir. Fakat SPKn m. 10/1'deki sorumluların, SPKn m. 10/2'deki sorumlularla aralarında herhangi bir derece veya teselsül ilişkisinin bulunup bulunmadığı belirsizdir. Özellikle SPKn m. 10 ve 32 arasında, sorumlu kişiler açısından sorumluluğun niteliği, şartları ve kapsamına açıklık getirilmesi gerekmektedir.

SPKn'nun çeşitli hükümlerinde getirilen sorumluluk sistemindeki sorumlulukların niteliklerinin ve şartlarının, sorumlu kişiler açısından tek tek belirlenmesi, sorumluların kusurlarının yanı sıra hukuka aykırılık ve zarar arasındaki

¹¹ 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.

nedensellik bağının ispatlanmasındaki zorlukların değerlendirilmesi gereklidir. Bu çalışmada da esas olarak, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk ele alınacak ve karşılaştırmalı hukuktan da faydalanılarak bir değerlendirme yapılacaktır. Bu değerlendirme yapılırken, özellikle kamuyu aydınlatma ilkesine kaynak ülke olması sebebiyle Birleşik Krallık hukukundan ve ilkenin gelişimine çok büyük katkısı olan ABD hukukundan yararlanılacaktır. Ayrıca Türk sermaye piyasası hukuku düzenlemelerinin ve AB mevzuatına uyum kapsamında alınan, kaynak niteliğindeki AB sermaye piyasası hukukunun da ele alınması kaçınılmazdır. AB mevzuatının milli hukuklarda düzenlenişine ışık tutmak amacıyla, Türk ticaret hukukuna kaynaklık eden ve Kara Avrupası ülkelerinden Alman hukukunda ve *common law* ülkelerinden Birleşik Krallık hukukunda, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk sistemi ele alınacaktır. Son olarak da kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun, nitelik itibariyle borçlar hukuku sorumluluğuna indirgenebilmesi itibariyle bu hukuk dalına kaynaklık eden İsviçre hukuku incelenecektir. Bu inceleme sonuçları değerlendirilecek ve Türk hukukundaki benzer sorunlu kısımlar için o hukuk sisteminden bazı çözüm önerileri getirilmeye çalışılacaktır. Böylece SPK'nın temel amacı olan yatırımcının korunması kapsamında başka hukuk sistemlerinden yararlanılarak daha açık bir sorumluluk rejiminin ortaya konulması amaçlanmıştır.

Kapsamı ve boyutundan kaynaklanan sınırlar sebebiyle bu çalışmada, sadece sermaye piyasasında açıklanan kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması ya da gereken bazı bilgilerin hiç açıklanmaması durumunda sermaye piyasası mevzuatı uyarınca karşılaşılabilecek hukuki sorumluluk ve dolayısıyla tazminat davası ayrıntılı bir şekilde incelenecektir. Kamuyu aydınlatma belgelerindeki gerçeğe aykırı bilgiler sebebiyle yatırımcıların zarara uğraması halinde, yatırımcıların

başvuracağı yollar şüphesiz sadece SPKn'da öngörülen mekanizmalarla sınırlı değildir. Özellikle TTK ve TBK'nın¹² veya bazı durumlarda somut olayın BankK ve hatta TKHK'nun uygulama alanına girmesi halinde, belirtilen kanun hükümlerindeki çeşitli tazmin yollarına başvurmak mümkündür. Ancak bu hususta yapılacak bir araştırma, tamamen ayrı bir çalışmanın konusunu oluşturduğu için, zarar gören yatırımcıların sermaye piyasası mevzuatı dışında başvurabileceği mekanizmalar bu çalışmada ele alınmayacaktır. Benzer şekilde, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerin kamuya açıklanmasının ayrıca suç oluşturduğu hallerde doğabilecek cezai sorumluluğa veya idari yaptırımlara ilişkin yapılacak ayrıntılı bir inceleme, bu çalışmanın kapsamı dışındadır.

Yukarıda açıklanan sorun bağlamında çalışmanın birinci bölümünde kamuyu aydınlatma ilkesinin anlamı, amacı, işlevleri ve tarihsel süreçte ne tür aşamalardan geçtiği incelenecektir. Devamında kavramın kapsamı, muhatapları ve türleri açıklanacaktır. Buna göre, hangi bilgilerin kamuya açıklanmasının zorunlu olduğu ve gönüllü aydınlatma kapsamında uygulamada hangi bilgilerin kamuya açıklandığına da değinilecektir. Kamuyu aydınlatma kavramının anlamı ve kapsamını tam olarak belirlemek için de, diğer benzer ilke ve kavramlardan farklı yönleri ve bu kavram ve ilkelerle olan benzerlikleri vurgulanacaktır. Bu noktada kamuyu aydınlatmanın, şeffaflık, bilgi edinme ve yatırımcının korunması kavramları ile ilişkisine değinilecek, ardından bunların Türk hukukundaki yansımaları irdelenecektir. Ayrıca kavramın karşılaştırmalı hukuktaki durumuna değinilerek ABD, AB, AB hukukunun ulusal düzeyde nasıl uygulandığını gözlemlemek amacıyla Almanya ve Birleşik Krallık ve son olarak da

¹² 11.01.2011 tarihli ve 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu, 04.02.2011 tarihli ve 27836 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

İsviçre hukuk sistemlerindeki sorumluluk düzeninin işleyişi açıklanacak ve Türk sermaye piyasası mevzuatında yer alan hükümlerle karşılaştırması yapılacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde kamuyu aydınlatma kavramının Türk hukukunda ilk olarak nerede ve hangi sebeple ortaya çıktığı ve kamuyu aydınlatma kavramının hangi düzenlemelerde yer aldığı incelenecektir. Kamuya yapılacak açıklamaların, ilgili yatırımcı kitleye yönelik olarak taşınması gereken özelliklerin de belirlenmesi, açıklanan bilgilerin sorumluluk doğurucu özelliği sebebiyle oldukça gereklidir. Diğer taraftan halka arzlarda kamu otoritesinin yetkilerinin kapsamına göre kamuyu aydınlatma ilkesine hizmet eden bazı sistemler mevcuttur ve Türk hukukunda, yeni SPKn ile kamuyu aydınlatma sistemi de denilen, izahnamenin onay sistemi benimsenmektedir. Bu sistemde SPKı, halka arzlarda hazırlanan izahnamenin içeriğine ilişkin bir yerindelik denetimi yapmamakta, sadece izahnamenin onay sürecinde mevzuatta öngörülen bilgilerin izahnamede yer alıp almadığını incelemektedir. Böylece yatırım kararı verirken yatırımcının tüm riski üzerine alması beklenmektedir. Bu sistem çerçevesinde ayrıca Türk sermaye piyasası hukukunda öngörülen kamuyu aydınlatma belgelerinin neler olduğu, bunların içeriği, hazırlanması ve KAP'ta açıklanması üzerinde durulacaktır. Diğer taraftan bu bölümde ayrıca, diğer mevzuatta öngörülen ve kamuyu aydınlatmaya hizmet eden diğer düzenlemelere değinilecektir.

Üçüncü bölümde ise, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk, öncelikle karşılaştırmalı hukukta ve sonrasında Türk hukukunda ayrıntılarıyla irdelenecektir. İlk kısımda karşılaştırmalı hukukta sorumluluk doğurucu düzenlemeler kısaca açıklandıktan sonra genel olarak izahname sorumluluğu, dönemsel kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk ve özel durum açıklamalarından doğan sorumluluk ele alınacaktır. Çeşitli düzenlemelerde öngörülen hukuki sorumluluk

kapsamında açılacak tazminat davalarında, davanın tarafları belirlenecek ve bu sorumluluğun niteliği ve şartları bağlamında bir değerlendirme yapılacaktır. Bu bölümün ikinci kısmında ise, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca öngörülen kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk ve bu sorumluluğun koşulları incelenecektir. Sorumluluğun koşulları, niteliği ve kapsamına ilişkin eSPKn bağlamında inceleme yapıldıktan sonra yeni SPKn'da özellikle hangi bilginin yanlış, yanıltıcı ve eksik olduğu; kusurun ve illiyet bağının ispatının nasıl yapılacağı; zararın ne zaman ve hangi şartlarda meydana gelmiş olduğu ile sorumsuzluk halleri ayrıntılı bir şekilde tartışılacaktır.

Üçüncü bölümün son kısmında ise 6362 sayılı SPKn ile getirilen yeni sisteme göre açılacak tazminat davasında davalılarının kimler olduğu, bunların ne tür bir sorumluluklarının bulunduğu ve Türk hukukunda davacı sıfatıyla hangi tip yatırımcının bu kapsamda korunduğu da incelenecektir. Son olarak ise açılacak tazminat davasına ilişkin taraflar, zamanaşımı, yetkili ve görevli mahkeme ve tazminatın hesaplanmasına ilişkin hususlar ele alınacaktır. Çalışmanın sonuç kısmında ise, yapılan araştırma sonucunda elde edilen bulgular sunulacak ve yeni kanunla benimsenen sorumluluk rejiminin nasıl geliştirileceğine yönelik öneriler getirilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMUYU AYDINLATMA KAVRAMI VE KARŞILAŞTIRMALI

HUKUKTAKİ DURUM

I. Kavram

A. Tanımı

Kamuyu aydınlatma kavramı, en başta sermaye piyasasında kurumsal yönetim kavramının ve özel olarak da kamuyu aydınlatmanın anlamının derinlemesine tartışıldığı ABD ve Birleşik Krallık hukukunda, ‘*disclosure*’ ve Alman hukukunda ‘*publizität*’ ilkesi olarak ifade edilmiştir. Kamuyu aydınlatma ilkesinin, ortaklığın dışında kalan üçüncü kişileri bilgilendirmeye yönelik olması dolayısıyla Türk hukukunda kullanılan ‘kamuyu aydınlatma’ kavramının, yabancı literatürde ‘*disclosure*’ olarak ifade edilen kavramı karşılamadığı açıktır. Türk hukukunda ise bu kavramların tam olarak karşılığı olan ‘açıklama veya ifşa’ kelimeleri durumun mahiyetini anlatmaktan oldukça uzak olduğu için doktrinde bu ilkeye anlam ve nitelik olarak çok daha uygun olan ‘kamuyu aydınlatma’ kavramı görüş birliği içinde kullanılmaktadır.¹³

6362 sayılı SPKn’da tanımı yapılmamakla beraber kamuyu aydınlatma kavramı, genel bir ilke olarak 2499 sayılı eSPKn’nun ilk halinde m. 1’de ‘açıklık’ unsuru şeklinde

¹³ Paslı, A.: Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance), 2. Baskı, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul 2005, s. 243; Poroy, R./ Tekinalp, Ü./ Çamoğlu, E.: Ortaklıklar Hukuku I, 13. Baskı, Vedat, İstanbul 2014, s. 288, para. 471; Rüzgar, E.: *Sermaye Piyasası Kanunu Uyarınca Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk*, 60. Yıl Armağanı, BTHAE, Ankara 2015, s. 843; İhtiyar, M.: Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta, İstanbul 2006, s. 59; Kaya, A.: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, BTHAE, Ankara 2001, s. 15; Üçışık, G./ Çelik, A.: Anonim Ortaklıklar Hukuku, Cilt 1, Adalet, Ankara 2013, s. 61.

yerini almış ve çeşitli hükümlerinde bu ilkeye yönelik düzenlemeler yapılmıştır.¹⁴ Kamuyu aydınlatma, eSPKn döneminde genel olarak, yıllık faaliyet raporları ve finansal tablolar gibi ortaklığın önemli bilgilerinin kamuya açıklanmasını ifade etmek için kullanılmıştır. Kanunda kamuyu aydınlatmanın tanımının yapılmaması, SPKn'nun çerçeve kanun niteliği sebebiyle, değişen piyasa koşullarına uygunluğun hızlıca sağlanması açısından yerindedir.¹⁵ Ancak kavramın fazlasıyla kullanılması sonucu ilkenin anlamının genişlemesi söz konusu olmuş ve kavrama ilişkin kısa ve basit bir tanım vermek zorlaşmıştır.¹⁶ En temel anlamıyla kamuyu aydınlatma ortaklığın durumuna ve ekonomik faaliyetlerine ve sermaye piyasası aracına yönelik önemli kabul edilen esaslı bilgilerinin açıklanmasına dayalı bir bilgilendirme sistemidir.¹⁷ Doktrinde daha ayrıntılı olarak Tekinalp tarafından yapılan ve sıkça alıntılanan tanıma göre

¹⁴ eSPKn m. 1 hükmündeki 'açıklık' unsurunun kamuyu aydınlatma ilkesi ile ilişkisinin olduğuna yönelik olarak bkz. İhtiyar, s. 59. Yanlı, eSPKn'da da kamuyu aydınlatmaya yönelik hükümlerin yer aldığını ve 1992 yılında yapılan değişikliklerle ilkenin uygulama alanının genişletildiğini düşünmektedir, bkz. Yanlı, V.: Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması, Beta, İstanbul 2000, s. 83. Diğer taraftan 2499 sayılı eSPKn döneminde, m. 16/A başta olmak üzere kamuyu aydınlatmaya ilişkin çeşitli düzenlemeler de yer almaktaydı, bu konudaki ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. "2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Dönemi" başlığı altındaki açıklamalar.

¹⁵ İhtiyar, s. 59; Keskin, M.: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, Oniki Levha, İstanbul 2018, s. 34; Üçışık, G.: *Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 2009, C. 3, S. 1, s. 11; Üçışık/Çelik, s. 68; Uçar, D.: Payların Halka Arzında İzahnameden Doğan Kamuyu Aydınlatma Sorumluluğu, Gazi Üniversitesi 2019, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 21. Nitekim kanunların belirli bir süre sonra çağın ihtiyaçlarına cevap vermesinin güçlüğü düşünüldüğünde, SPKn'nun her daim bir çerçeve kanun niteliğinde olması ve çok hızlı değişen piyasa koşullarına SPKn'nun tebliğler vasıtasıyla ayak uydurabilmesi, doktrinde yerinde bulunmuştur, Manavgat, Ç.: *Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Halka Açık Anonim Ortaklıklara Uygulanması ve Sınırları*, İÜHFİM 2013, C. LXXI, S. 2, s. 287-288. Bu durumun, hukuk güvenliği açısından olumsuz bir durum oluşturacağı düşünülebilirse de modern ve ihtiyaçlara cevap verebilen bir altyapı oluşturulması açısından oldukça yerindedir, 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, (Korkut Özkorkut (Ed.)), Ankara 2017, BTHAE, s. 117.

¹⁶ Yanlı, V.: Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, Beta, İstanbul 2005, s. 96; Üçışık/Çelik, s. 61.

¹⁷ Manavgat, Ç.: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıkla ve Halka Arz, BTHAE, Ankara 2016, s. 187; Ünal, O. K.: Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Asil Yayıncılık, Ankara 2005, s. 366-367.

kamuyu aydınlatma ilkesi, “*ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarının 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 içine alan ilkelerin tümü[dür].*”¹⁸ Görüldüğü üzere bu tanım, kamuyu aydınlatma ilkesinin amacını ve muhataplarını da içine alan, ilkenin diğer ilkelerle bağlantısını kuran geniş bir tanımdır.

B. Amacı ve İşlevleri

1. Amacı

IOSCO tarafından düzenlenen raporda sermaye piyasası hukuku düzenlemelerinin üç amacının bulunduğu belirtilmiştir.¹⁹ Bunlar, finansal hizmetlerin tüketicisi olan yatırımcının korunması, sermaye piyasalarının adil, etkin ve şeffaf işleyişinin sağlanması ile son olarak sermaye piyasasındaki sistemik riskin azaltılmasıdır. Bu doğrultuda, 6362 sayılı SPKn m. 1 uyarınca sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanabilmesi ve yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunabilmesi için piyasanın düzenlenmesi ve denetlenmesi, Türk sermaye piyasası hukukunun en temel amacıdır. Yatırımcının sadece birincil piyasalarda değil, ikincil piyasalarda da korunmasının sermaye piyasası hukukunun en başından beri bir numaralı amacı olduğu ABD hukukunda da

¹⁸ Tekinalp, Ü.: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle, İÜHF Yayınları, No. 58, İstanbul 1979, s. 53.

¹⁹ IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, June 2010, <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>> (Erişim Tarihi: 27.04.2019), s. 3.

vurgulanmıştır.²⁰ Etkin bir piyasaya sahip olmadaki kamu yararından ötürü ABD’de bu hukuk dalının federal düzeyde var olmasının ikinci amacı da piyasanın güvenilirliğini sağlayarak sermayenin fon ihtiyacındaki ortaklıklara aktarılmasıdır.²¹

Sermaye piyasası hukukunun bu üç amacının gerçekleştirilmesi açısından kamuyu aydınlatma çok önemli ve etkin bir role sahiptir. Bu hukuk dalının temel ilkelerinden olan yatırımcının korunmasına yönelik var olan düzenlemelerden biri *ex post* nitelikteki yatırımcı tazmin sistemleri iken diğeri de *ex ante* nitelikteki kurumsal yönetim ilkelerinden kamuyu aydınlatma ilkesinde ifadesini bulan kamuyu aydınlatma sistemidir.²² Görüldüğü üzere, sermaye piyasalarında bilgiye ulaşma yönünden ve finansal değerlendirme yapma anlamında daha elverişsiz konumda bulunan alıcı sıfatına sahip yatırımcının, satıcı konumunda bulunan ihraççı karşısında korunması şüphesiz oldukça gerekli ve önemlidir.²³

Kamuyu aydınlatma ilkesinin esas amacı, yatırımcıların yatırım yapmadan önce ilgili sermaye piyasası aracı ve ihraççı hakkında bilgilendirilmesini ve böylece bilinçli bir yatırım kararı vermesini sağlamaktır.²⁴ Bu ilke doğrultusunda yapılan açıklamalarla

²⁰ Knauss, R. L.: *Disclosure Requirements-Changing Concepts of Liability*, Business Lawyer 1968, V. 24, s. 43; Türk hukuku açısından benzer bir görüş için bkz. Karababa, S.: Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Seçkin, Ankara 2001, s. 45; Çetin, N.: *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Yatırımcıların Korunması*, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, (Korkut Özkorkut (Ed.)), BTHAE, Ankara 2017, s. 437.

²¹ Knauss, s. 43.

²² Gündoğdu, A.: 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Sermaye Piyasası Hukuku, Seçkin, Ankara 2015, s. 142.

²³ Gerner-Beuerle, C.: *The Market for Securities and Its Regulation Through Gatekeepers*, <<http://ssrn.com/abstract=1330190>> (Erişim Tarihi: 05.12.2016), s. 7; Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 118. Kamuyu aydınlatma sermaye piyasası araçlarının gerçek değerlerine ilişkin var olan belirsizliği ortadan kaldırılmasına yönelik bir araç işlevi görmektedir.

²⁴ Golstein/ Yang, s. 118-119; Uçar, s. 37. Kamuyu aydınlatmada amaç yatırımcının bilinçli karar almasını sağlamak olsa da bu amacın gerçekleşmeyeceğine, çünkü yatırımcıların, karar verirken mantıklı davranmaktan uzak davrandığına yönelik bazı teoriler mevcuttur, örneğin bkz. davranışsal

yatırımcının sermaye piyasasında verdiği kararın risklerini kendisinin değerlendirmesi ve olağan risklerden de kendisinin sorumlu olması amaçlanır. Kamuya yapılan açıklamaların tam, doğru, gerçeğe ve dürüst resim ilkesine uygun, eşitlik ilkesi gözetilerek ve zamanında tüm yatırımcılara eş zamanlı olarak sunulması suretiyle yapılması gereklidir. Eğer kamuya yapılan açıklamalar sonucunda kendisinden kaynaklanmayan bir sebepten ötürü yatırımcı zarar gördüyse bu durumda yatırımcının korunması ilkesi çerçevesinde zararlarının giderilmesi için ilgili tazmin mekanizmasının da öngörülmesi gerekir.

2. İşlevleri

a. Aydınlatıcı İşlevi

Kamuyu aydınlatma ilkesinin amaçları, ilkenin işlevlerini de aydınlatıcı, koruyucu ve caydırıcı işlev olarak ortaya koymaktadır. Ancak kamuya yapılan tüm açıklamalar, yatırımcının yatırım kararı vermesinden önce değerlendirileceği için bu ilkenin işlevleri de zarar meydana gelmeden önce bir anlam ifade edecektir. Nitekim bu işlevler, yatırımcının *ex ante* korunmasına hizmet eden mekanizmalar olup *ex post* koruma mekanizması niteliğindeki sorumluluk olmaksızın eksik kalmaktadırlar.²⁵

ekonomi teorisi (*behavioural finance theory*). Bunlarda birine göre yatırımcı açıklanan bilgilere bakmaksızın karar vererek önyargılarına dayalı olarak bazı işlemlerde bulunmakta (*noise traders*) ve kurumsal yatırımcılar da bu duruma ayak uydurup kazanç sağlamaya çalışmaktadır, Choi, S. J./ Pritchard, A. C.: *Securities Regulation Cases and Analysis*, 3. Edition, Thomson Reuters/Foundation Press, New York 2012, s. 34-35; Gilson, R. J./ Kraakman, R. H.: *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, Harvard Law School 2003, John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series No. 446, s. 16.

²⁵ Yatırımcının zamanlama açısından korunması mekanizmalarına ilişkin olarak bkz. Çetin, N.: *Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi*, GÜHFD 2011, C. XV, S. 1, s. 18-19. Aytaç, yatırımcının korunmasına ilişkin hükümleri üçe ayırmaktadır: Bunlar çoğunlukla kamuyu aydınlatmaya yönelik tüm düzenlemeleri kapsayan önleyici hükümler, sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan sorumluluk doğurucu özel hükümler ve son olarak da genel hükümlerden kaynaklanan imkanlardır, Aytaç, Z.: *Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?*, Rekabet Kurumu, Perşembe Konferansları 12, Ankara 2001, s. 3-16. <<https://www.rekabet.gov.tr/Dosya/persembe-konferanslari-yayinlari/perskonfyyn41.pdf>> (Erişim Tarihi 04.03.2017), s. 12.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin en temel işlevi olan aydınlatıcı işlevi, bir yatırım kararı vermeden önce ilgili ortaklığın finansal durumunu ortaya koymak ve söz konusu ortaklıktaki menfaatleri göstermek; yatırımcının vereceği yatırım kararını daha bilinçli bir şekilde almasını sağlamak; ilgili ortaklığı aynı alanda faaliyet gösteren diğer işletmelerle karşılaştırmasına yardımcı olmak için yatırımcıyı aydınlatmaktır.²⁶ Bu sayede gerek pay sahipleri paya bağlı haklarını kullanırken gerekse de diğer menfaat sahipleri ortaklıkla ilgili herhangi bir yatırım kararı alırken daha bilinçli olacaktır. Dolayısıyla yatırımcılar, ‘*sürüyü takip etmek*’ yerine makul yatırım kararları alabilecektir.²⁷

Sermaye piyasalarında yatırımların belirli beklentiler üzerine yapıldığı açıktır ve bu beklentiler de, hakkında işlem yapılacak aracın gerçek değerine (*real value*) ilişkin bilgiler üzerine inşa edildiği için piyasada oluşan bilgi dengesizliği (*asymmetric information*), beklentinin ve dolayısıyla yatırımın yanlış bir şekilde oluşmasına (*adverse selection*) sebep olabilir.²⁸ Bu durum, piyasada bilginin yegane üreticisi konumunda olan ihraççının, diğer durumlarda ise yönetim kurulu ve hakim pay sahiplerinin bu bilgiye en

²⁶ Pahlı, s. 246 ve 249, dn. 351; Kaya, s. 19 ve 29; Küçüksozen, S.: Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması-Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, SPKr Yayınları, No 131, Ankara 1999, s. 15; Urkan, E.: Sermaye Piyasalarında Bağımsız Denetim Sözleşmeleri ve Sorumluluk, Yetkin, Ankara 2016, s. 37; İhtiyar, s. 92-93; Demir, A.: Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatması, Ankara Üniversitesi 2007, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 33-34; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 36; Ertugay, E.: Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuyu Aydınlatma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi 2006, s. 3 ve 7; Çetin (Yatırımcının Korunması), s. 440.

²⁷ Dalley, P. J.: *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, Florida State Uni. L. Rev. 2007, V. 34, N. 4, s. 1108-1109.

²⁸ Akerlof, G. A.: *The Market for Lemons Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Eco. 1970, V. 84, N. 3, s. 489-490; Gündoğdu, s. 164; Keskin, s. 34-35; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 28; İslamoğlu, G.: Sermaye Piyasası Hukukunda İzahname Sorumluluğu, Seçkin, Ankara 2019, s. 31.

düşük maliyetle ve kolaylıkla erişme imkanından kaynaklanmaktadır.²⁹ Özellikle ve öncelikle piyasada katılımcı sıfatı ile hareket eden yatırımcı ile ihraççı arasında, pay sahipleri ile ortaklık yönetimi arasında ve hakim pay sahipleri ile azınlık pay sahipleri arasında bilgi dengesizliği bulunmaktadır. Ortaklıkların, rekabet gücünü azaltacağı endişesiyle özellikle önemli yatırım kararları alırken veya ortaklık sırrı olarak düşünülen durumlarda, kamuyu aydınlatmaktan kaçınması veya kamuya hukuka aykırı açıklamalarda bulunması sonucu bilgi dengesizliği artabilir.³⁰

Piyasada var olan bu bilgi dengesizliği sonucunda fiyatların yanlış bir şekilde oluşması ve gerçeğe uygun aydınlatma yapıp yapmadığına bakılmaksızın her ihraççının benzer şekilde fiyatlanması durumu ortaya çıkabilecektir.³¹ Özellikle hakimiyetin belirli bir kişi, grup ya da ailede toplandığı şirket yapılanmasının geçerli olduğu ülkemize benzer yerlerde bazı kişilerin bilgi suistimali gibi bir yol ile haksız kazanç sağlamaları, piyasada oluşan ve gerçeği yansıtmayan fiyatların ortaya çıkması ve nihayetinde yatırımcının zarar görmesi söz konusu olabilir.³² Bu durum yatırımcının olumlu veya olumsuz bilgiyi ayırt edememesi sonucu kandırılmaya açık hale gelmesine ve piyasaya olan güvenini kaybetmesine sebep olacağı için kamuyu aydınlatma büyük önem arz

²⁹ Gerner-Beuerle (Gatekeepers), s. 7; diğer taraftan bir malın niteliğine ilişkin belirsizlik sonucunda (*the quality uncertainty*) alıcının, iyi mal ile kötü mal arasındaki farkı bilmesi ve buna göre satış yapması imkansızdır, Akerlof, s. 490. Dolayısıyla sermaye piyasasında alıcı konumundaki yatırımcının bir aracın gerçek değerini ve o araca ilişkin açıklanan bilginin doğru olup olmadığını bilmesi de kendisinden beklenebilir. Bu noktada bilgi dengesizliğini ortadan kaldırmak için finansal araçlar gibi gerekli kurumların bulunması önemlidir, aksi halde piyasa, değer kaybetmeye eğilimlidir, Gerner-Beuerle (Gatekeepers), s. 7.

³⁰ İhtiyar, s. 182; Kara, M. S.: *Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk*, GÜHFD 2015, C. 23, S. 2, s. 133-134; Manavgat, Ç.: *Bilgiye Dayalı Manipülasyonda Menfaat Elde Etme Şartının Yerindeliği*, BATİDER 2017, C. XXXIII, S. 2, s. 32.

³¹ Edmans, A./ Jayaraman, S./ Schneemeier, J.: *The Source of Information in Prices and Investment-Price Sensitivity*, Journal of Financial Eco. 2017, V. 126, s. 77; Manavgat (Menfaat Şartı), s. 33; Urkan, s. 40. Ayrıntılı bilgi için bkz. Akerlof, s. 488 vd.

³² Kara (Sorumluluk), s. 133-134; İhtiyar, s. 182; Keskin, s. 36.

etmektedir.³³ Ayrıca, yatırımcının piyasaya katılımcı sıfatıyla dahil olması halinde, bir ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi veya kontrolünün değişmesi gibi önemli konulardan haberdar olmaları gerekmektedir.³⁴ Aydınlatıcı işlev uyarınca, kamunun ve potansiyel yatırımcının bilgiye eşit ve zamanında ulaşmasını sağlayarak bilgi dengesizliğini ortadan kaldırmak ve fırsat eşitliğini sağlayarak şeffaf bir bilgi ortamı oluşturmak için ihraççının kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün bulunması gerekli ve yerindedir.³⁵

b. Koruyucu İşlevi

Kamuyu aydınlatma ilkesinin işlevlerinden ikincisi, halkın tasarruflarının sermaye piyasasında değerlendirilmesinin sağlanması ve tasarruf sahiplerinin yatırımlarının, piyasadaki ortaklıkların fon kaynağı olması; yatırımcıların, piyasadaki aktörler konusunda bilgi sahibi olması ve yatırımlarının korunması anlamında koruyucu işlevdir. Piyasada yatırımcılar genel olarak, olağan riskin azaltılmasını ve riskin dengeli dağıtılmasını sağlamak amacıyla çok sayıda ortaklığa, küçük oranlarda yatırım yapmayı ve bu ortaklıkların ihracına ilişkin kontrol sağlama veya bilgi edinme açısından daha pasif kalmayı tercih etmektedirler.³⁶ Riskin dağılımına ilişkin bu sorun, piyasa analizleri ile çözülebilir; ikinci olarak da yatırımcının bu piyasalara katılımının devamı için onu aldatılmaktan korumak gerekmektedir.³⁷ Dolayısıyla yatırımcının, zarar görme ihtimalini

³³ Manavgat (Menfaat Şartı), s. 33.

³⁴ Çetin (Analiz), s. 6; Çetin (Yatırımcının Korunması), s. 440.

³⁵ Karababa, s. 50; Keskin, s. 34; Veil, R.: *Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im Europäischen und nationalen Kapitalmarktrecht*, ZZB/JBB 2006, V. 3, N. 06, s. 163; Dalley, s. 109.

³⁶ Choi/ Pritchard, s. 468.

³⁷ Tekinalp, Ü.: *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar, İstanbul 1982, s. 7; Keskin, s. 34 vd. Ancak ikincil piyasalarda kamuyu aydınlatma yükümlülüğü açısından yatırımcının korunması amacının iyi bir amaç olmadığını ileri süren bir görüş de mevcuttur. Buna

ortaya çıkararak bu sorunun çözümü ise yatırımcının piyasadaki ihraççılar ve araçlar hakkında kamuyu aydınlatma ile bilgilendirilmesi yoluyla çeşitli şekillerde aldatılmasını engellemektir.³⁸

Sermaye piyasası kurumlarının ve profesyonel müşterilerin faaliyet gösterdiği bir piyasada yatırımcının aldatılmasını engellemek, ülkenin ekonomik gelişimine de katkıda bulunacaktır. Yatırımcının bu şekilde korunması sonucu piyasaya olan güven arttığı için işlem hacmi artar, sermaye tabana yayılır ve piyasa dinamik kalıp hızlıca gelişir. Ancak yatırımcıyı koruma amacını, ihraççının ihtiyaçlarını aşırı düzenleme ve cezalarla sınırlamak yoluyla gerçekleştirmeye çalışmak doğru olmadığı gibi böyle bir durum kamunun daha az veya geç aydınlatılmasına da yol açabilir.³⁹ Bu noktada da en uygun çözüm, kamunun zamanında, tam, doğru ve gerçeğe uygun aydınlatılmasını sağlamak için gerekli düzenlemeleri yapmaktır.

c. Caydırıcı İşlevi

Kamuyu aydınlatma ilkesinin son işlevi de caydırıcı işlevidir. Kamuyu aydınlatma, ortaklıkla veya sermaye piyasası aracı ile ilgili tüm esaslı bilgilerin kamuya açıklanmasını sağlayarak bu bilgilerin belirli kişilerin menfaatleri doğrultusunda hukuka aykırı bir şekilde kullanılmasını engeller. Zayıf kalan bir kamuyu aydınlatma sistemi, sermaye piyasalarında yanlış ve zaman zaman suç oluşturan eylemlere yol açabilir. Bilginin ortaya çıkışı ile kamuya duyurulması arasındaki zamanda bilgiden haberdar

göre ikincil piyasalarda yatırımcıyı haksız fiyatlardan ve risklerden korumaya gerek yoktur; çünkü yatırımcı farklı bir sermaye piyasası aracına ya da ortaklığa yatırım yapsaydı da aynı riski alacaktı; Fox, M. B.: *Rethinking the Disclosure Liability in the Modern Era*, Washington Uni. L. Rev. 1997, V. 75, N. 2, s. 907.

³⁸ Tekinalp (Esaslar), s. 7; Küçüksozen, s. 15; Urkan, s. 37-38; Karababa, s. 48 vd.; Demir, s. 35; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 36; Ertugay, s. 6; Çetin (Yatırımcının Korunması), s. 438; Uçar, s. 38.

³⁹ Khoo, J.: *Civil Liability For Misstatements in Offer Documents Striking the Right Balance*, BYU Int. L. and Management Rev. 2010, V. 6, N. 2, s. 52.

olan kişilerin bu bilgiyi kullanarak bir çıkar sağlamaları ve bilgi suiistimali suçunu işlemeleri mümkündür. Bilgi suistimalini engellemek için bilginin kamusallaşması, halkın da bu bilgiye dayanarak işlem yapmasına olanak sağlanması gerekmektedir.⁴⁰ Dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesinin caydırıcılık işlevi gereği bilgi suistimali suçunu engellemek için daha çok kamuyu aydınlatmaya yönelmek en iyi çözümdür. Nitekim ünlü söyleminde Hakim *Brandeis* kamuyu aydınlatma ilkesinin sosyal ve endüstriyel hastalıkların çaresi olduğunu belirtmiştir.⁴¹

Kamuyu aydınlatmanın istenilen düzeye ulaşamamasının sebeplerinden biri yukarıda açıklandığı gibi bilgi suistimali tehlikesi iken, diğeri de yöneticiler ile ortaklık ve ortaklar arasındaki ilişkiden kaynaklanır. Piyasada ortaklık yönetimi ile pay sahipleri arasındaki klasik vekalet çatışmasına (*agency cost*)⁴² sebep olan temel sorun bilgi dengesizliğidir.⁴³ Bu bilgi dengesizliği sonucu pay sahiplerinin, yöneticileri denetim altında tutmak istemeleri nedeniyle ortaya çıkan maliyetin yanı sıra kamuya açıklanmayan bilgilerin varlığının piyasada oluşturacağı güvensizlik sebebiyle

⁴⁰ Coşkun, M.: *Kamunun Aydınlatılması ve Sermaye Piyasası Açısından Önemi*, Kamunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri (Aydın, N. (Ed.)), Anadolu Üniversitesi Yayınları No. 1995, Eskişehir 2003, s. 25-26; Dalley, s. 1096 vd.

⁴¹ Brandeis, L. D.: *Other People's Money and How the Bankers Use It*, Frederick A. Stokes Company, New York 1914, s. 92: “*Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. The sunlight is said to be the best disinfectants and; the electric light the most efficient policeman.*” (bu ifade ilk olarak şu gazete makalesinde yayımlanmıştır: Brandeis, L. D.: *What Publicity Can Do*, Harper's Weekly 1913, s. 10).

⁴² Ertuna, B./ Tükel, A.: *Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri*, İMKB Dergisi 1997, C. 10, S. 40, s. 11; Memiş, T./ Turan, G.: *Sermaye Piyasası Hukuku*, Seçkin, Ankara 2015, s. 34. Ayrıca vekalet çatışmasına (*agency cost*) ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Jensen, M. C./ Meckling, W. H.: *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 1976, Vol. 3, No. 4, s. 305-360; Fama, E. F./ Jensen, M. C.: *Separation of Ownership and Control*, Journal of L. and Eco. 1983, V. 26, N. 2, s. 301-325; Eisenhardt, K. M.: *Agency Theory: An Assessment and Review*, The Academy of Management Review 1989, Vol. 14, No. 1, s. 57-74.

⁴³ Bilgi dengesizliğine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. “Aydınlatıcı İşlevi” başlığı altındaki açıklamalar.

yatırımcıların fonlarını başka alanlara kaydırması sonucu ortaklık zarar görecektir.⁴⁴ Özellikle düşük performans dolayısıyla işine son verileceğini düşünen bir yönetici, ihraççı ortaklık için uzun vadede iyi olacak uygulamalardan kaçınarak ve ortaklığın itibarını bir kenara bırakarak kendi çıkarına yönelik faaliyetlerde bulunabilir.⁴⁵ Yönetici, kendi yetersizliğini ve hatalarını gizlemeye veya ortaklığın itibarını kullanarak kendine maddi bir menfaat sağlamaya çalışabilir.

Ortaklığın kamuyu aydınlatmaya yönelik yükümlülükleri, yöneticilerin özen borcuna aykırı hareket ederek hukuka aykırı iş veya işlem yapmaları konusunda engelleyici bir mekanizma sunmaktadır.⁴⁶ Kamunun daha çok aydınlatılması sonucunda yöneticiler, ortaklığın değerini daha az ya da daha çok göstermekten ve belgelerde bir hile yapmaktan kaçınacaktır.⁴⁷ Ayrıca piyasanın verimli bir şekilde işlemesi için yöneticilerin paya dayalı olan tazminatlarının da kamuya açıklanması gerekecek;⁴⁸ sonuç olarak da gözetim ve denetim maliyeti düşecektir.⁴⁹ Bu gibi durumlarda ihraççı ortaklığı cezalandırmak yerine, yöneticilerin birinci derecede sorumlu tutulmalarını sağlamak yerinde bir çözüm olabilecektir.⁵⁰ Ancak ileride ayrıntılarıyla açıklanacağı üzere, bizim hukuk sistemimizde izahname açısından SPKn m. 10'da kanun koyucunun, yönetim

⁴⁴ Urkan, s. 39-40.

⁴⁵ Nitekim bu durum ahlaki risk (*moral hazard*) olarak ifade edilmektedir, Akerlof, s. 490; Langevoort, D. C.: *Deconstructing Section 11 Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment*, L. and Contemp. Probs. 2000, V. 63, s. 54; Urkan, s. 40; Choi/ Pritchard, s. 28.

⁴⁶ Enriques, L./ Hertig, G./ Kraakman, R./ Rock, E.: *Corporate Law and Securities Markets*, The Anatomy of Corporate Law A Comparative And Funcutional Approach, (Kraakman, R. (Ed.)), Chapter 9, 3. Edition, OUP, Oxford 2017, s. 262-263; Manavgat (Halka Arz), s. 195; Dalley, s. 1099; Choi/Pritchard, s. 28; Küçüksözen, s. 15; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 36; Ertugay, s. 6-7.

⁴⁷ Bunun sonucunda birleşme ve devralmalar da kolaylaşmaktadır, Fox (Disclosure Liability), s. 909.

⁴⁸ Fox (Disclosure Liability), s. 910; Choi/Pritchard, s. 28.

⁴⁹ Manavgat (Halka Arz), s. 195.

⁵⁰ Langevoort (Liability), s. 54; Enriques/ Hertig/ Kraakman/ Rock, s. 246. Diğer taraftan üst düzey yöneticilerin bu tür yöneticileri daha rahat tespit edip onları kontrol altına almaları da söz konusu olabilir, Choi/Pritchard, s. 28.

kurulu üyelerinin ikinci derecede sorumlu olmalarını öngörmesi sonucunda bu çözüm ancak SPKn m. 32 bağlamında uygulanma kabiliyetine sahiptir.⁵¹

Hukuki düzenlemelerin yanı sıra kamuyu aydınlatmanın caydırıcılık işlevine hizmet eden ve daha sağlıklı bir kamuyu aydınlatmanın sağlanabilmesi için piyasa bazlı bazı güçler⁵² bulunmaktadır ki bunlardan en önemlisi ihraççının itibarıdır.⁵³ Kamuyu aydınlatma, ortaklığa ilişkin finansal varlıkların fiyatlanmasında kullanılacak her türlü önemli bilginin açıklanması ve ortaklığın finansal durumunun ortaya konması suretiyle ortaklığa ilişkin kurumsal itibarın oluşturulmasında ve korunmasında önemli rol oynamaktadır.⁵⁴ İhraççı, kamuya yaptığı açıklamalar ve sunduğu belgeler ile ortaklığın belirli düzeyde saygınlık kazanmasını sağlayarak ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarının değerini yükseltmek ister. Ancak kamuya hukuka aykırı açıklamalarda bulunan bir ihraççının piyasadaki saygınlığı zedeleneceği için kendi sermaye piyasası

⁵¹ Yönetim kurulu üyelerinin izahnameden sorumluluğuna ilişkin olarak ayrıntılı inceleme için bkz. aşağı. “İkinci Derecede Sorumlular Açısından” başlığı altındaki açıklamalar ile genel anlamda yönetim kurulu üyelerinin kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluklarına ilişkin ayrıntılı değerlendirme için açılacak tazminat davasının davalıları olarak bkz. aşağı. “İhraççının Yönetim Kurulu Üyeleri” başlığı altındaki açıklamalar.

⁵² Halihazırdaki hukuk sistemlerinde kamuyu aydınlatmaya yönelik hukuki teşvikler oldukça sınırlı olduğu için yeni baskı mekanizmalarının geliştirilmesine yönelik, Fox bir öneride bulunmaktadır: Buna göre ortaklıklar, üçer aylık dönemlerde sürekli olarak ve yeni bir gelişme olduğunda güncelleyecekleri bilgileri içeren bir açıklama yapılmalıdır. Ortaklığın, menkul kıymet ihracı söz konusu olduğunda SEC’e 24 saat içinde yapacağı bu bildirimde, halihazırdaki sistemden farklı olarak bir yatırım bankasının onayladığı son yıllık raporun da yer alması önerilmiştir. Bu şekilde SEC’teki dosyalama sürecine bir şekilde dahil olabilen banka, kamuyu aydınlatma belgelerindeki herhangi bir yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi dolayısıyla kendisine yüklenebilecek sorumluluktan kaçınmak için özen yükümlülüğü çerçevesinde bir araştırma yapmalıdır. Sorumluluk, miktar ile sınırlı olmalıdır ancak özen yükümlülüğüne bağlı olarak savunma olanağı da verilmelidir. Bu sistemde ihraççının sorumluluğu, ihlalden kaynaklanan ve ihraç fiyatında meydana gelen artış miktarı ile sınırlı olmalıdır çünkü buradaki özel getiri bu sorumluluğu haklı kılacaktır. Yöneticilerin ve sürece dahil olan yatırım bankalarının sorumluluğu sermaye piyasası aracının satılıp satılmamasına bağlı olmamalıdır, Fox (Disclosure Liability), s. 913-918.

⁵³ Langevoort (Liability), s. 52.

⁵⁴ Yılmaz, S.: *Kamunun Aydınlatılması ve Kurumsal İtibar, Kamunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri* (Aydın, N. (Ed.)). Anadolu Üniversitesi Yayınları No. 1995. 2009, s. 149; Temizel, F.: *Yatırımcı İlişkileri Yönetiminin Kamunun Aydınlatılmasındaki Yeri, Kamunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri* (Aydın, N. (Ed.)). Anadolu Üniversitesi Yayınları N. 1995, s. 44.

araçlarının değerinin düşmesini de riske edecektir. Bu durumdan kaçınmak için bile özellikle piyasada ticari itibarı yüksek olan ihraççılar, kamuyu aydınlatma konusunda yüksek seviyede bir özen gösterirler. İkinci olarak ihraççıların kamuya açıkladıkları bilgi ve belgeleri, yatırım analistleri, finansal bültenler ve derecelendirme kuruluşları gibi sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurum ve kuruluşlar yoğun bir şekilde incelemeye tabi tutarlar. Piyasadaki uzmanlar ihraççı ortaklıkları bu şekilde herkesin gözü önünde tuttuğu için ihraççıların hukuka aykırı bir bilgilendirme yapmaları ihtimali azalacaktır.⁵⁵

Diğer taraftan kamuyu aydınlatmanın makro düzeyde verimlilik artırımında ve ekonomide uygulanacak yatırım projelerinin seçilmesi ve gelişimi aşamasında önemli rol oynadığı da ileri sürülebilir.⁵⁶ Yeni bir yatırımı, menkul kıymetlerin halka arzı yoluyla finanse etmek, ekonomiyi daha verimli kılar; çünkü kamuyu aydınlatma fiyat hassasiyetini artırır. Diğer bir ifadeyle, fiyatlar yapay bir şekilde düşükse gelecekte planlanan bir yatırımdan vazgeçme söz konusu olurken, yüksek ise de faydasız projelere yatırım yapma ihtimali söz konusu olur. Kamuyu aydınlatma aynı zamanda finansal sorunların engellenmesi için de gerekli ve önemlidir. Kamuyu aydınlatma zorunluluğu, yeni bir sermaye piyasası aracı ihraç ederken ihraççının belki normalde hazırlamayacağı bazı belgelerin oluşturulmasını sağlar ki bu da yöneticilerin aslında uğraşmak istedikleri bir yükümlülük değildir. Dolayısıyla örneğin ortaklığın dış finansman yollarına başvurması durumunda, kamuyu aydınlatma zorunluluğunun doğmayacağı bir yol bulunmaya çalışılır; diğer taraftan iç finansman yolları ise kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ortaya çıkarmayacağı için daha çok tercih edilecektir.

⁵⁵ Langevoort (Liability), s. 52.

⁵⁶ Bkz. Fox (Disclosure Liability), s. 908-912.

Sonuç olarak pay sahiplerinin korunması ve herhangi bir zararın söz konusu olması durumunda ortaklığın ya da başka ilgili aktörlerin yatırımcılara karşı sorumlu tutulabilmesi anlamında kamuyu aydınlatma ilkesi oldukça önemli hale gelmektedir. OECD, bu ilkenin ortaklığın davranışlarını etkileyen, yatırımcıların korunması için piyasa bazlı bir denetim mekanizması sağlayan çok güçlü bir araç olduğunu ifade etmektedir.⁵⁷ Kamuyu aydınlatmanın, yatırımcıların her türlü riskten korunmasını sağlamak amacı yoktur; aksine özellikle sermaye piyasalarında yatırımcının riski kendisinin üstlenmesi beklenir.⁵⁸

Sermaye piyasalarında yatırımcıların korunması, ortaklıklarla ilgili tam, doğru ve açık bir bilgiye ulaşabilmelerinin sağlanması suretiyle yatırımcının yatırım kararına yön verilmesi ve böylece sermaye piyasasında şeffaf ve güvenilir bir bilgi ortamı oluşturulması bu ilkenin temel amaçlarındandır.⁵⁹ Kamuyu aydınlatma ilkesinin işlevleri açısından, asıl olarak yatırımcının, yatırım kararı vermeden önce bilinçli bir tercihte bulunması için gerek ortaklık gerekse de ihraç edilen sermaye piyasası aracına ilişkin bilgilere kolaylıkla ulaşması sağlanır. Böylece yatırımcıların aynı düzeyde bilgilendirilmemeleri veya bilgiyi aynı zamanda ulaşamamaları üzerine oluşan bilgi dengesizliğinin önüne geçmek ve yatırımcılar arasında fırsat eşitliğinin sağlanmasına katkıda bulunmak amacındadır.⁶⁰ Diğer taraftan bilgi dengesizliği sonucunda piyasadaki bazı aktörlerin ortaklığa veya söz konusu sermaye piyasası aracına ilişkin daha çok bilgiye veya açıklanmamış bilgiye sahip

⁵⁷ G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 41-42; Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 103.

⁵⁸ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. “Kamuyu Aydınlatma Sistemi” başlığı altındaki açıklamalar.

⁵⁹ Tekinalp, Ü.: *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi ve Günümüzün Bazı Tartışmaları İktisat Modeli*, İktisat ve Maliye 1964, C. 11, S. 1, s. 21; Kaya, s. 19; Gürbüz Usluel, A. E.: *Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticari Sırrın Korunması*, Vedat, İstanbul 2008, s. 190; Ünal (Mevzuat), s. 367.

⁶⁰ Yaylaönü, U.: *Kamunun Aydınlatılmasında ve Hisse Senedi Değerlemesinde Nakit Akım Tabloları*, SPK Yeterlilik Etüdüleri 2004, 16. Dönem, No. 148, C. 2, s. 942; Kara (Sorumluluk), s. 133.

olması ve bunu hukuka aykırı bir şekilde kullanmaları mümkündür. İlkenin koruyucu işlevi sayesinde ortaklık içinde azınlık pay sahiplerinin hakim pay sahiplerine karşı; genel olarak pay sahiplerinin de yöneticilere karşı bilgi dengesizliğinin olumsuz sonuçlarından korunması mümkündür.⁶¹ Ayrıca caydırıcı işlevi ile kamuyu aydınlatma, kamuya açıklanmamış bilgilerin bazı kişilerce kullanılarak haksız menfaatler elde edilmesini ve bilgi suistimali suçunun işlenmesini de engellemektedir.

C. Tarihsel Gelişimi

Kaynağı *common law* olan kamuyu aydınlatma ilkesinin ilk olarak hangi hukuk sisteminde ortaya çıktığı konusunda doktrinde farklı görüşler mevcuttur. Bir görüş uyarınca bu ilke ilk olarak ABD hukukunda ortaya çıkmışken⁶² bizim de katıldığımız diğer bir görüş, ilkenin ilk olarak 1800'lü yıllarda yürürlüğe giren 'Ortaklıklar Kanunu' (*Companies Act*) ile Birleşik Krallık hukukundan doğduğunu⁶³ ileri sürmektedir. Kamuyu aydınlatmaya ilişkin ilk uygulamaların, *common law*'da ortaya çıkmasının en temel nedenleri, Sanayi Devrimi'nin Birleşik Krallık'ta başlamış olması ve bu hukuk sisteminin temelini halka açık anonim ortaklıkların oluşturmasıdır.⁶⁴ Birleşik Krallık'ta ilk borsa işlemleri her ne kadar 1773'ten itibaren görülmeye başlansa da, 1697 tarihinde çıkarılan bir kanunla hisse senedi satımında yapılan hileli işlemlerin önlenmesi amaçlanmıştı.⁶⁵ 1707 tarihinden sonra ortaklıkların hisse senetlerinin değeri, hızlı bir

⁶¹ Manavgat (Halka Arz), s. 194; Uçar, s. 20.

⁶² Tekinalp (Yedek Akçeler), s. 18 vd.

⁶³ İhtiyar, s. 9 vd.; Karababa, s. 49; Üçışık, s. 4, dn. 5.

⁶⁴ Coşkun, s. 6-7; İhtiyar, s. 6-7; Üçışık, s. 4, dn. 5.

⁶⁵ Yasaman, H.: Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992, s. 12; İhtiyar, s. 12-13.

şekilde spekülasyonlar sonucu yükselmekte veya azalmaktaydı.⁶⁶ Özellikle *South Sea Company* gibi bazı ortaklıklar bilgisiz halka yeni yerlerdeki madenlerin değerinin oldukça yüksek olduğu bilgisini vermiş ve yıllık kar garantisi sözü vermişti; ancak sonrasında bahsedilen madenlerin o kadar değerli olmadığı anlaşılınca da bu ortaklıkların hisse senetlerinde ciddi düşüşler meydana gelmişti.⁶⁷ Bunu müteakip 1720’de hazırlanan ‘*Bubble Act*’ ile halktan usulsüz şekilde para toplayanlara ağır cezalar getirilmiştir. Bu kanunun kaldırılmasından sonra *Gladstone* Komisyonunun hazırladığı raporda, kamuyu aydınlatma belgelerine ve buradaki bilgilere yatırımcıların aslında oldukça ihtiyaç duydukları belirtilmiştir. Bu sebeple doktrinde, *Gladstone* raporunun kamuyu aydınlatma üzerinde ciddiyetle duran ilk belge niteliğinde olduğu düşünülmektedir.⁶⁸

Diğer taraftan ABD hukukunda 1725 tarihinde New York’ta ilk menkul kıymet (*securities*) ticaretinin yapıldığı ve 1863 yılında New York’taki borsanın (NYSE) şimdiki ismini aldığı görülmüştür.⁶⁹ Ancak 1933 yılından önce kamuyu aydınlatmanın asgari düzeyde olduğu ve hatta bu dönemin “kamuyu aydınlatmama” (*implicity*)

⁶⁶ Ayrıntılı bilgi için bkz. Hudson, A.: *Securities Law*, 2. Edition, Sweet and Maxwell, London 2013, s. 137, para. 4-07 ve 4-08.

⁶⁷ Söz konusu kriz için ‘*South Sea Bubble*’ kavramı kullanılarak bu durumun, bir piyasa balonu olduğu vurgulanmıştır.

⁶⁸ Kilbride, B. J.: *The British Heritage of Securities Legislation in the United States*, Southwestern L. Journal 1963, V. 17, N. 2, 262;-263 Coşkun, s. 8.

⁶⁹ Yasaman (Menkul Kıymetler), s. 10-11. ABD hukukunda kullanılan ‘*securities*’ kavramı, ABD hukukunda sermaye piyasası araçları kavramının karşılığının bulunmadığı için Türk hukukundaki menkul kıymet ve sermaye piyasası aracı kavramlarının ikisini de karşılamaktadır, bkz. Turanboy, A.: *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları*, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, On İki Levha, İstanbul 2019, s. 1290; karşı. Turanboy, A.: *Yatırım Kuruluşları*, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, (Korkut Özkorkut (Ed.)), BTHAE, Ankara 2017, s. 86. Ancak bu çalışmada kavram karmaşası olmaması açısından, ‘*securities*’ kavramının karşılığı olarak menkul kıymet kavramının kullanılması tercih edilmektedir. Kanun koyucunun ‘*securities*’ kavramının karşılığı olarak menkul kıymet kavramını kullanmasına ilişkin bu yönde bilinçli bir tercihinin de bulunduğuna yönelik olarak bkz. Turanboy (Yatırım Kuruluşları), s. 86.

dönemi olarak nitelendirildiği görülmektedir.⁷⁰ Bu dönemde tüm ortaklıklar, o andaki malvarlıklarını ve yükümlülüklerini açıkladıkları bir bilanço yayınlıyor ve bu şekilde de NYSE'ye kote ediliyordu.⁷¹ O dönemlerde ortaklıklar, yükümlülükleri ve özellikle yatırımcılarını korumaya karşı herhangi bir istekleri bulunmadığı için kamuyu aydınlatma düzenlemelerine karşı bir direniş göstermişlerdir.⁷² 1911 yılından önce ortaklıkların yatırımcılara pratik olarak her şeyi satmayı vaat etme ve her ne kadar ifa edemeyecek olsalar da bu kurguları satabilme özgürlükleri vardı ve hatta ortaklıkların bu vaatlerinin tek sınırını, mavi gök çizmekteydi.⁷³

1911 yılından sonra ABD'de Kansas eyaletinde başlayan ve sermaye piyasasında hileli işlemlerde bulunan ortaklıklara karşı yatırımcıları korumak için her eyaletin, izin sisteminin ilk örnekleri olan ve Mavi Gök Kanunları (*Blue Sky Laws*) adıyla anılan menkul kıymetlere ilişkin kendi düzenlemeleri vardı. Bu kanunlar, kamuyu aydınlatma ilkesini uygulamaktan oldukça uzak olup menkul kıymetlerin satışında federe devlet kurumlarının ön incelemesi ve izin vermesi yöntemleriyle yatırımcıların aldatılmasını engellemek amacını taşıyorlardı.⁷⁴ O dönemde bu kanunların tek amacı, menkul kıymet ticareti yapan kötü niyetli vurguncuların, yatırımcılara gökyüzünü parselleyip satmak dahil her şeyi satabilme özgürlüğünü kısıtlamaktı. Bu düzenleme ile bu özgürlükleri az da olsa sınırlandırılmış ve bu kanunların adı, 1917 tarihli bir mahkeme kararında yer alan

⁷⁰ Chiapinelli, E. A.: *The Moral Basis of State Corporate Law Disclosure*, Catholic Uni. L. Rev. V. 49, N. 3, s. 689; Coşkun, s. 9; Karşlı, M.: *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*, Beta, Ankara 1989, s. 455; İhtiyar, s. 18.

⁷¹ Marcus, B. W.: *Competing For Capital Investor Relations in a Dynamic World*, Wiley, 2005, s. 28.

⁷² Marcus, s. 28.

⁷³ Marcus, s. 30; Fechner, M./ Tipton, T.: *Securities Regulation in Germany and the U. S.*, Comparative Corporate Governance and Financial Regulation 2016, Select Seminar Paper 5, s. 25.

⁷⁴ Mahony, s. 231-232; Karşlı, s. 455; Karababa, s. 52; Üçışık, s. 4, dn. 5.

ifadeler sonucu kalıcı olarak bu şekilde anılmıştır.⁷⁵ Bu kanunlar yakından incelendiğinde kamuyu aydınlatma ilkesinin değil, eyaletler tarafından istenilen belgelerin verildiği ve idarenin de sağlamlık ve güvenilirlik açısından bu belgeleri incelediği izin sisteminin getirildiği görülmektedir.⁷⁶ Sonuç olarak bu kanunlar yatırımcının korunması ve hatta kamuyu aydınlatma açısından istenilen seviyeye gelememiş; dolayısıyla başka düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur.

Ç. Kapsamı

Kamuya açıklanması gerekli olan tüm esaslı konuların kapsamının belirlenmesi, yükümlülüğün sınırlarının çizilmesi ve özellikle de ortaklığın rekabet gücünün korunması bağlamında önem arz etmektedir. Bu kapsamın dar tutulması, sermaye piyasası hukukunun temel amaçlarından olan yatırımcının korunması ilkesinin etkisiz hale gelmesi; kapsamın geniş tutulması ise ortaklığın ticari sır niteliğindeki bilgilerinin de açıklanması tehlikesini doğuracaktır.⁷⁷ Özellikle tarihte yaşanan ortaklık skandalları, hesapların ve tabloların kamuya açıklanması ve ortaklığın şeffaf olmasının ne kadar önemli olduğunu gösterdiği için kamuyu aydınlatma ilkesi ve yatırımcının korunması alanının gittikçe genişlediği görülmektedir.⁷⁸

⁷⁵ Mavi Gök (*Blue Sky*) ifadesinin ilk kez, bu kanunların destekçilerinden biri tarafından menkul kıymet satıcılarının dürüst olmamasına vurgu yapmak için kullanılmasıyla literatüre kazandırıldığına yönelik olarak bkz. Mahoney, P. G.: *The Origins of the Blue-Sky Laws: A Test of Competing Hypotheses*, *Journal of L. and Eco.* 2003, V. 46, N. 1, s. 229; bu ifadenin daha sonra mahkeme kararlarında da benimsendiğine yönelik bkz. U. S. Supreme Court, *Hall v. Geiger-Jones Co.*, 242 U.S. 539 (January 22, 1917), s. 550-551 (<<https://casetext.com/case/harry-hall-v-company-no-438-harry-hall-v-don-coultrap-no-439-harry-hall-v-william-rose-no-440-440>> Erişim Tarihi: 16.01.2020).

⁷⁶ Coşkun, s. 9-10; İhtiyar, s. 17; Karababa, s. 52.

⁷⁷ Gürbüz Usluel, s. 199-200.

⁷⁸ Gürbüz Usluel, s. 201; Marcus, s. 49.

Kamuyu aydınlatma ilkesi açıklanacak bilgilerin tam, doğru ve eksiksiz olmasının yanında güvenilir ve denetlenmiş olmasını da gerektirir.⁷⁹ Kamuya açıklanacak bilgilerin ihraççı ortaklığın mali ve finansal durumunu doğru ve net bir şekilde ortaya koyması, gerekli ise ortaklığın hukuki durumunun da sunulması, ortaklığın denetime ilişkin raporlarının yayınlanması, ortaklıkla ilgili yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli gelişmeler ve değişikliklerin duyurulması, ortaklık birleşme, bölünme, kontrol değişiklikleri gibi önemli sermaye değişikliğine sebep olan durumların gecikmeksizin kamuya bildirilmesi gerekmektedir. En genel anlamıyla ortaklığa ilişkin ticaret sicili bilgilerinin, finansal raporların, özel durum açıklamalarının, esas sözleşmenin en güncel halinin, ortaklığın ortaklık ve yönetim yapısının, imtiyazlı paylar hakkında bilginin, izahnameler, faaliyet raporları ve diğer kamuyu aydınlatma belgeleri ile açıklanması gerekir.

Kamuya açıklanacak bilgilerin nitelik itibariyle ortaklığın geçmişi hakkında (retrospektif bilgiler) ve statik bilgiler olduğu ileri sürülmektedir.⁸⁰ Açıklanan bilgilerin geçmişe yönelik olması hususunda öne sürülen iddia, ortaklıkların proje ve geleceğe yönelik tahminlerinin açıklanmasını gerektiren günümüz hukukundaki düzenleme ile geçerliliğini yitirmiştir. Önceden ABD hukukunda da tartışmalara konu olduğu üzere, ortaklıkların geleceğe yönelik tahminlerini kamuya açıklayarak bireysel yatırımcıyı (*unsophisticated investor*) kandırabilmeleri ihtimali dolayısıyla geleceğe yönelik bilgilerin kamuya açıklanması yasaklanmıştı.⁸¹ Ancak günümüzde ortaklıkların, sermaye

⁷⁹ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 97; Tekinalp (İktisadi Model), s. 21.

⁸⁰ Rüzgar, s. 848; Kaya, s. 31. Kamuya açıklanan bilgilerin statik niteliğinin özellikle BEHK ile kısmen de olsa ortadan kalktığına ilişkin olarak bkz. Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 97-98; ayrıca bkz. aşa. “Bilgi Edinme Hakkı İle” başlığı altındaki açıklamalar.

⁸¹ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 98.

piyasası aracının fiyatını veya değerini etkileyebilecek her türlü bilgiyi kamuya açıklamaya teşvik edildiği görülmektedir.⁸² Kurumsal Yönetim İlkelerinde dahi, ortaklıkların açıklamaları gereken bilgilerde, geleceğe yönelik tahminlerin dayandığı gerekçeler ve verilerin de açıklanması gerekmektedir.⁸³

İlke, aynı zamanda resmi olarak belirli idari otoritelere verilmesine gerek duyulmayan ama basın organlarında bazı yetkililerce yapılan açıklamalar açısından da uygulanabilir. Basında halka açık bir anonim ortaklığa ilişkin olarak çıkan ve yatırımcının kararını veya sermaye piyasası aracının değerini veya fiyatını etkileyen bir haber, daha önce kamuya yapılan açıklamadan farklı ise bu haberin doğru veya yeterli olup olmadığına ilişkin bir açıklamanın yapılması zorunludur.⁸⁴ Ancak ihraççı hakkında kamuya açıklanmış olan bir bilgiyle ilgili basında analizler ya da yorumlar yapılırsa bu durum, açıklama zorunluluğunun kapsamında değerlendirilemez.⁸⁵

Sonuç olarak kamuyu aydınlatma ilkesi, dengenin ortaklığın ticari sınırlarının korunması aleyhine bozulması ihtimali söz konusu olsa da yatırımcının korunması

⁸² SPKn'nın resmi sitesinde yer alan ve izahname hazırlanmasına ilişkin kılavuzda da yer verilmesi gereken bilgilerden biri de “*Kar Tahminleri ve Beklentileri*”dir. Ayrıca Kılavuzun ‘GELECEĞE YÖNELİK AÇIKLAMALAR’ kısmında da “*İzahnamede geleceğe yönelik açıklamalara yer verilmesi durumunda yukarıdaki başlıkla beraber aşağıdaki gibi bir uyarıya giriş bölümünde yer verilmelidir. Kar tahmini ve beklentileri, risk faktörleri, eğilim bilgileri geleceğe yönelik açıklamalar kapsamında yer almaktadır. ‘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, ihraççının geleceğe yönelik açıklamalarının öngörülenden çok daha farklı sonuçlanmasına yol açabilecektir.*” şeklinde bir açıklama yapılmıştır. Bkz. Sermaye Piyasası Kurulu, Payların Halka Arzında Kullanılacak Tek Belgeden Meydana Gelen İzahname Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz, 2017, <<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=12&pid=0&subid=12>> (Erişim Tarihi: 19.09.2017), s. 2 ve 8.

⁸³ Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, m. 2.1.2-2.1.5., 2011, s. 6-7.

⁸⁴ Özel Durumlar Tebliği m. 9/1.

⁸⁵ Özel Durumlar Tebliği m. 9/3. Bu konudaki ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. “İçsel Bilgi” başlığı altındaki açıklamalar.

amacına hizmet etmektedir ve bu durum, ortaklığın rekabet gücünün azalmasına sebep olmaktadır. İlke aynı zamanda ortaklık hakkındaki gerekli ve önemli olan geçmişe yönelik bilgilerin yanı sıra ortaklığın geleceğe yönelik performansına ilişkin tahminlerini de içine alan bir anlama sahiptir. Söz konusu ortaklık tarafından basın ve yayın organlarında yapılan yorumlar, açıklamalar veya bilgi verme durumları da açıklama yapan kişinin yetkisine bağlı olarak bu ilke kapsamında sayılacağı için kamuyu aydınlatma ilkesi, oldukça geniş bir kapsama sahiptir.

D. Muhatapları

1. Genel Olarak

Kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatapları oldukça geniş bir çevreyi kapsamaktadır. Mali tablo kullanıcıları ile kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatapları arasında doktrinde bir paralellik tespit edilmiştir; çünkü mali tablolar dönemsel kamuyu aydınlatma konusundaki en temel belgelerden biridir.⁸⁶ Kamuyu aydınlatma ilkesine uygun olarak yapılan açıklamanın muhatabı, dar anlamda yalnızca mevcut ve potansiyel yatırımcıları ifade ederken, geniş anlamda bilginin ve açıklamanın üreticisi konumunda olan ortaklık dışında kalan ve tüm yatırımcı grubunun da dahil olduğu herkestir. Dolayısıyla geniş anlamda, mevcut pay sahipleri, potansiyel yatırımcılar, kamu kurum ve kuruluşları, alacaklılar, müşteriler ve çalışanlar, kamuyu aydınlatmanın muhatabı olabilirler. Ancak ilkenin esas olarak hangi çıkar grubunu korumayı hedeflediği de hukuk sistemleri arasında farklılıklar göstermektedir.⁸⁷ ABD hukukunda meydana gelen skandallar sonucunda ortaklık dışında kalan menfaat sahiplerinin (*stakeholders*)

⁸⁶ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 102; Demir, s. 36; Ertugay, s. 24.

⁸⁷ Kırca, İ./ Şehirli Çelik, F. H./ Manavgat, Ç.: Anonim Şirketler Hukuku, 1. Cilt, BTHAE, Ankara 2013, s. 200.

korunması ön planda iken Kıta Avrupasındaki düzenlemeler daha çok aile ortaklıkları yapılanması sonucunda pay sahiplerinin (*shareholders*) bilgi alma hakkını korumaya hizmet etmektedir.⁸⁸ Bu doğrultuda Anglo-Sakson kökenli olduğu için kamuyu aydınlatma ilkesi, daha çok halka açık anonim ortaklıklarda ortaklık dışındaki grupların (*stakeholders*) çıkarlarını korumak amacıyla ortaya çıkmıştır. Ancak ilke, tüm çıkar gruplarının, ortaklığın faaliyetleri ve işleyişi hakkında doğru, tam ve eksiksiz olarak bilgilendirilmesine yöneliktir.⁸⁹ Dolayısıyla bu çalışmada ilkenin muhatapları, dar ve geniş anlamda muhatapları şeklinde bir ayrım tabii tutulmaksızın, daha pratik bir yöntemle ve önemi bakımından mevcut ve potansiyel olmak üzere yatırımcılar ile diğer menfaat sahipleri şeklinde ikiye ayrılarak incelenecektir.

2. Yatırımcılar

Kamunun aydınlatılmasındaki ‘kamu’nun neyi ifade ettiği tartışmalı iken,⁹⁰ ilkenin öncelikle ortaklığın en önemli menfaat gruplarından olan mevcut yatırımcıları yani sermaye piyasası aracı sahiplerini ilgilendirdiği şüphesizdir.⁹¹ Dağınık ortaklık yapısındaki halka açık anonim ortaklıklarda temel sorun olduğu üzere finansal okur-yazarlığa sahip olmayan ve yönetime katılmayan yatırımcının, bilgi dengesizliğine ve bunu gidermek üzere denetleme maliyetlerine maruz kalması, doktrinde uzun zamandır süregelen klasik vekalet çatışmasının sebebidir.⁹² Pay sahibi ve yönetim kurulu arasında

⁸⁸ Kırca/ Şehirali Çelik/ Manavgat, s. 200.

⁸⁹ Rüzgar, s. 852; Eminoğlu, C.: Türk Ticaret Kanunu’nda Kurumsal Yönetim (*Corporate Governance*), 1. Baskı, Oniki Levha, İstanbul 2014, s. 16; Kırca/ Şehirali Çelik/ Manavgat, s. 200.

⁹⁰ Tekinalp (Yedek Akçeler), s. 27; Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 104; Manavgat (Halka Arz), s. 8-10; Üçışık, s. 12; Paşlı, s. 248-249; İhtiyar, s. 47; Marcus, s. 38; Kaya, s. 17; Rüzgar, s. 852.

⁹¹ Tekinalp (Yedek Akçeler), s. 31; Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 102; Demir, s. 37.

⁹² Vekalet çatışmasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. “Caydırıcı İşlevi” başlığı altındaki açıklamalar.

var olan bu bilgi dengesizliği, ayrıca Türkiye'deki ortaklık profillerinde oldukça sık rastlanan azınlık ve aile bireylerinden oluşan hakim pay sahipleri arasında da olabilmektedir. Kamuyu aydınlatma ilkesi ile bu bilgi dengesizliğinin önüne geçmek ve yatırımcının da yeterli düzeyde ortaklık işleyişi ile ilgili bilgi sahibi olmasını sağlamak amaçlanmaktadır.

Yatırımcı kamuya açıklanan bilgilerin doğru olup olmadığını araştırmak zorunda bırakılmamalıdır; çünkü kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımcının açıklanan bilgilere güvenilebilmesine hizmet eden çok etkili bir araçtır. Yine de mevcut yatırımcılar, kamuya açıklanan bilgilerin dışında bilgi edinme hakkını kullanarak (soru sorarak ya da inceleme talep ederek) konuya ilişkin detaylı bilgi sahibi olabilirler. Hatta yatırımcının bu bilgiler ile halka açık anonim ortaklıklar için adeta bir özel denetçi haline geldiği de düşünülmektedir.⁹³ Zaten bir ortaklığın kurumsal yönetim anlayışı, bulunduğu ülkedeki hukuksal sistemde yatırımcıya sağladığı koruma seviyesine bağlıdır.⁹⁴

Kamuyu aydınlatmanın muhatabı olan pay sahiplerini bir bütün olarak görmek yerine bunları da azınlık ve çoğunluk pay sahipleri olarak ayırırsak, kamuyu aydınlatma ilkesi ayrıca küçük pay sahiplerinin korunmasını sağlar. Kamuyu aydınlatmanın temel amacından çıkan sonuçlardan biri, ortaklık içerisindeki küçük pay sahiplerinin büyük pay sahiplerine karşı ve tüm pay sahiplerinin yönetime karşı korunmasını sağlamasıdır.⁹⁵ Ortaklığın faaliyetleri ve işleri hakkında bilgi edinen pay sahiplerinin, yönetimin işleyişine ve etkinliğine ilişkin yorum yapabilmesi ve bu doğrultuda gerek bilgi alma

⁹³ İhtiyar, s. 93.

⁹⁴ La Porta, R./Lopez-de-Silanes, F./Schleifer, A.: *Corporate Ownership Around the World*, Journal of Finance 1999, V. 54, N. 2, s. 505 vd.

⁹⁵ İhtiyar, s. 93.

hakkını gerekse de dava hakkı kullanılarak korunması söz konusudur. Bu ilkedan çıkan diğer bir sonuç ise yatırımcıları, ortaklığa ilişkin yalan haberlerden korumaktır. Kamuya açıklanan bilgiler kural olarak, doğru ve dürüst resim ilkesine uygun olacağından asılsız haberlerin medyada yer alması, ortaklığın itibarını ve sermaye piyasası araçlarının güvenilirliğini zedeleyemeyecektir.

İkinci olarak bu ilke uyarınca kamuya yapılacak açıklamanın aslında en önemli muhatabı potansiyel yatırımcılardır. Genel anlamda potansiyel yatırımcının, ortaklığa ilişkin genel bilgileri, ortaklığın finansal durumunu ve performansını, geleceğe yönelik tahminlerini vb. bilgileri edinmesi; özellikle ortaklığın itibarının kamunun gözünde artmasına ve dolayısıyla ortaklığın çıkaracağı sermaye piyasası araçlarının değeri artmasına yol açar. Bunun yanı sıra potansiyel yatırımcının yatırım kararlarına, kamuya açıklanan bu bilgiler ve belgeler yön verdiği ve pay sahiplerinin diğer bilgi alma mekanizmalarına sahip olduğu düşünöldüğünde, kamuyu aydınlatmanın en önemli muhatabı, kamu kavramının öncelikli karşılığı olan halktır.

3. Diğer Menfaat Sahipleri

Bu gruba yatırımcılar dışında kalan tüm muhataplar dahil olmaktadır. Bunlar, ortaklık alacaklıları, ortaklık çalışanları, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları, kamu tüzel kişileri gibi kişi, kurum ve kuruluşlardır. ‘Kamu’ kavramı tüm diğer kavramları içine alabilecek kadar geniş bir kavram olsa da bu kısımdaki anlamı itibariyle yatırımcı grubuna dahil olmayan kişileri ifade etmektedir. Nitekim SPKn amacı, kamunun sermaye piyasalarına etkin ve yaygın bir şekilde katılımını sağlamaktır. Toplumun her kesimi kamunun aydınlatılmasından fayda sağlayabilir, çünkü diğer muhatapların ortaklığa ilişkin bilgileri öğrenmesinde birçok

menfaati olabilir. Örneğin, ortaklığa ilişkin kamuya açıklanan bilgilerin işçiler ve sendikalar tarafından bilinmesi, toplu iş görüşmelerinde yararlı olabilir.⁹⁶ Devlet kurumları, ortaklığın vergilendirilmesi ve istatistiksel olarak kayıt tutulması gibi kamusal amaçlarla kamuya açıklanan bilgilerden yararlanabilecektir.⁹⁷

Diğer taraftan, kamuyu aydınlatma ilkesi kamunun yalnızca bilgilendirilmesine hizmet etmez, bu ilke doğrultusunda açıklanan bilgilerin kamunun denetimine ve idari otoritelerin yaptırım gücüne tabi olmasını da sağlar. Nitekim SPKn m. 128/1/b uyarınca SPKı, kamunun yeterli, zamanında ve doğru şekilde aydınlatılmasını sağlamak amacıyla genel veya özel nitelikli kararlar alabilmektedir. İlkeye uyulmamasından kaynaklanan ve idari yaptırım gerektiren hallerde SPKı'nın, SPKn m. 103-105 uyarınca idari para cezası uygulama; SPKn m. 106 vd. hükümlerinde yer alan suçların işlenmesi halinde de ceza davası açma yetkisi bulunmaktadır.

E. Türleri

1. Şekli ve Maddi Kamuyu Aydınlatma

Kamuyu aydınlatma ilkesi açıklanan bilginin niteliği açısından şekli ve maddi anlamda olmak üzere ikiye ayrılabilir: Şekli kamuyu aydınlatma, kamuya gerekli bilgilerin mevzuata uygun bir şekilde ve belirli esaslar dahilinde açıklanmasıdır ve dar anlamda kamuyu aydınlatmayı ifade eder. Maddi kamuyu aydınlatma ise açıklanan bu bilgilerin yeterli ve doğru bir biçimde ilgililerce anlaşılabilir olması anlamına

⁹⁶ Tekinalp (Yedek Akçeler), s. 36; Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 105; Uçar, s. 43.

⁹⁷ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 105; Uçar, s. 43.

gelmektedir.⁹⁸ Yani maddi anlamda kamuyu aydınlatma açıklamanın esasına ilişkin iken şekli anlamda aydınlatma açıklamanın usulüne ilişkindir.⁹⁹

Şekli kamuyu aydınlatma anlamında, artık teknolojinin de gelişmesiyle elektronik platformların kullanılması kabul görmektedir. ABD hukukunda bu bağlamda Türk hukukundaki KAP'ın muadili olan EDGAR¹⁰⁰ kullanılmaktadır. EDGAR, sermaye piyasasına ilişkin çıkarılan federal kanunlar kapsamında kamuyu aydınlatma yükümlülüğü bulunan her ortaklığın, kamuyu aydınlatma belgelerini ilettiği elektronik bir sistemdir. Ortaklıkların SEC'e iletmeleri gereken bilgileri toplayan, analiz eden, onaylayan, dizinleyen, formları ve belgeleri kabul eden elektronik bilgi bankasıdır.

Hukukumuzda ise eSPKn m. 22/1/a'da şekli anlamda kamuyu aydınlatmaya yer verilmediği halde eSPKn m. 16/2 hükmünde, kamuyu aydınlatmaya ilişkin usul ve esasların SPK'r tebliğleriyle düzenleneceği belirtilerek maddi anlamda kamuyu aydınlatmaya yer verilmiştir.¹⁰¹ Örneğin finansal tabloların hazırlanması ve açıklanması maddi anlamda kamuyu aydınlatma iken bu açıklamanın belirli kurallar ve ilkeler çerçevesinde yapılması şekli anlamda kamuyu aydınlatmadır.¹⁰² Yeni SPKn döneminde şekli kamuyu aydınlatma yükümlülüğü KAP'ta belirli bilgilerin öngörülen şekillerde

⁹⁸ Yanlı, V.: *Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması*, Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasası'na Etkileri, Uluslararası Konferans, Ankara 2010, s. 160; Tekinalp (Yedek Akçeler), s. 51 vd.; Kaya, s. 18; Paslı, s. 247.

⁹⁹ İhtiyar, s. 119-120; Adıgüzel, B.: *Sermaye Piyasası Hukuku*, 2. Baskı, Adalet, Ankara 2018, s. 110; Keskin, s. 39-40; Paslı, s. 247; Rüzgar, s. 849; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 129, dn. 354; Uçar, s. 39.

¹⁰⁰ SEC'in resmi internet sitesinden (<https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html>), söz konusu platforma ulaşılabilir.

¹⁰¹ Tekinalp (Esaslar), s. 151.

¹⁰² Akbulak, S./ Akbulak, Y.: *Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler*, Beta, İstanbul 2004, s. 17; Keskin, s. 39; Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 106.

kamuya açıklanması ile yerine getirilmiş olacaktır.¹⁰³ Dolayısıyla hukuk sistemimizde, şekli anlamda kamuyu aydınlatmaya ilişkin kurallar bulunmasına rağmen, düzenlemeler daha çok maddi anlamda kamunun aydınlatılmasına ilişkindir.

2. Zorunlu ve Gönüllü Kamuyu Aydınlatma

Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca kamuya açıklama yapılmasının gerektiği hallerde özel durumların, finansal tabloların ve diğer belgelerin kamuya açıklanması, zorunlu kamuyu aydınlatmadır. Mevzuat uyarınca hiçbir zorunlulukları olmadığı halde ortaklıkların kendi istekleri doğrultusunda kamuya bilgi sunması ise gönüllü kamuyu aydınlatmadır.

Piyasada öteden beri var olan bilgi dengesizliğinin giderilmesi için en iyi yol kamuyu aydınlatma olmasına rağmen ortaklıklar gönüllü açıklamalar yapmadığı sürece kamunun aydınlatılması düzeyi yine de düşük kalmaktadır.¹⁰⁴ Dolayısıyla ortaklıkların örneğin sürdürülebilirlik raporlarını açıklaması gibi gönüllü olarak kamuya açıklama yapmaları teşvik edilmelidir. Kamuya açıklama yapma hususunda hiçbir zorunluluk olmadığı hallerde kamuya bilgi sunulması dolayısıyla, açıklanacak bilginin içeriği, kapsamı, türü veya zamanı da tamamen ortaklığın tasarrufundadır.¹⁰⁵ Bir kere gönüllü olarak kamuyu aydınlatmaya karar verildiyse piyasaya sunulan bilgilerin doğru, tam ve eksiksiz olması şarttır; aksi halde kamuyu yanıltıcı şekilde yanlış veya eksik açıklanan bilgilerden dolayı sorumluluk doğacaktır.

¹⁰³ Tekinalp (Yedek Akçeler), s. 51; Kaya, s. 18; Uçar, s. 39.

¹⁰⁴ Temizel, s. 69. Ancak kamuya yapılan açıklamaların gerek gönüllü gerekse de zorunlu olarak yapıldığı durumlarda da ortaya çıkacak bilgi kirliliği sorununa ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. Kamuya Yapılacak Açıklamaların Niteliğine İlişkin “Açık ve Anlaşılır Olmak” başlığı altındaki açıklamalar.

¹⁰⁵ İhtiyar, s. 152; Rüzgar, s. 851.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün mevzuatta öngörülmesinin gerekli ve yerinde olup olmadığına yönelik doktrinde olumlu ve olumsuz görüşler¹⁰⁶ ileri sürülmüştür. Her şeyden önce gönüllü aydınlatmada açıklamanın tamamen ortaklığın tasarrufunda olması, ortaklığın rakipleri karşısında rekabet gücünü azaltabileceğinden açıklamaların en azından asgari unsurlarının mevzuatla belirlenmesi yani zorunlu kamuyu aydınlatma gereklidir.¹⁰⁷ Zorunlu kamuyu aydınlatmanın gerekliliği ve potansiyel yatırımcıların ihtiyaç duydukları bilgiyi alabilmeleri için bu tür kamuyu aydınlatmanın çok temel bir araç olduğu 1966 yılında *Segre* raporunda isabetli bir şekilde belirtilmiştir.¹⁰⁸ Özellikle AB düzenlemelerinde zorunlu kamuyu aydınlatma çokça tercih edilmiştir ve bu tercih, ABD hukukundan etkilenilmesinden

¹⁰⁶ Doktrinde, zorunlu kamuyu aydınlatmanın gerekli olmadığına çünkü bu yükümlülüğün, bilginin üretilmesi ve açıklanmasına ilişkin ilgililere gereksiz maliyetler yüklediğine yönelik eleştiriler mevcuttur, nitekim gönüllü kamuyu aydınlatmanın, açıklamaların kalitesi ve sayısını etkilemeyeceği düşünülmektedir, örneğin bkz. Phillips, S. M./Zecher, J. R.: *The SEC and The Public Interest*, MIT Press 1981, s. 27- 51. Bu hususta, ABD’de 1934 tarihli Kanun’dan önce gönüllü kamuyu aydınlatma yapan ortaklıklar ile Kanun’dan sonra zorunlu kamuyu aydınlatma yapan ortaklıklar üzerinde bir araştırma yürütülmüştür. Benston bu araştırma sonunda, topladığı veriler sonucunda aydınlatmanın, iki grubun pay fiyatları arasında bir farklılığa sebep olmadığını ve 1934 tarihli Kanun’un getirmiş olduğu raporlama yükümlülüğünün gereksiz ve istenmeyen bir yükümlülük olduğunu tespit etmiştir, bkz. Benston, G. J.: *Required Disclosure and The Stock Market: An Evaluation of The Securities Exchange Act of 1934*, American Economic Rev. 1973, V. 63, N. 1, s. 142 vd. ve özellikle s. 153. Ancak diğer taraftan MOME kuramı gereği, bilgi 1934 tarihli Kanun’dan önce piyasada hiç bilinmemiş veya bilgiye ulaşmak çok maliyetli değilse, piyasadaki mekanizmaların Kanun’dan önce belirli bilgileri zaten fiyatlara yansıtmış olabileceğine ve bu sonucun pratikte geçerli olmayabileceğine ilişkin değerlendirme için bkz. Gilson, R. J./ Kraakman, R. H.: *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia L. Rev. 1984, V. 70, N. 4, s. 638. Nitekim bu Kanun’un etkisi, kendisini bilgiye ilişkin maliyetlerin azalmasında göstermiştir, Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 639.

¹⁰⁷ Manavgat (Halka Arz), s. 194 ve 196; Enriques/ Hertig/ Kraakman/ Rock, s. 246.

¹⁰⁸ Segre Report, Development of A European Capital Market, Report of A Group of Experts Appointed by European Economic Community Commission, Brussels 1966, <http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev_Eur_Cap_Mkt_1966.pdf> (Erişim Tarihi 02.11.2017), s. 31-32, 225 vd.; Veil, R.: *European Capital Markets Law*, 2. Edition, Bloomsbury Publishing, Oxford 2017, s. 265. Kamuyu aydınlatmanın sermaye piyasasında belirli amaçların gerçekleştirilmesi için bir araç olarak kullanılması hususunun, zorunlu kamuyu aydınlatmayı gerekli kıldığı gözlemlenebilir. Nitekim ekonomi biliminde de bir malın kalitesinin belirsizliğinin giderilmesinde garanti verilmesi, marka, işletme zincirleri ve lisanslama gibi çeşitli kurumlar rol oynamaktadır, Akerlof, s. 499-500. Bu açıdan düşünüldüğünde kamuyu aydınlatma, sermaye piyasası araçlarının gerçek değerlerine ilişkin var olan belirsizliğin, piyasaya mevzuatta gösterilen belirli bilgilerin açıklanması suretiyle ortadan kaldırılmasına yönelik bir araç işlevi görecektir. Bu durum da kamuyu aydınlatma kurumunun mevzuatta düzenlenmesini zorunlu kılmaktadır.

kaynaklanmaktadır. ABD sermaye piyasası hukukunda zorunlu kamuyu aydınlatma yaklaşımının uzun zamandan beri etkili olmasının sebebi, kamuyu aydınlatmaya yönelik daha çok düzenlemenin gerekli olduğunun vurgulanmasıdır.¹⁰⁹

Zorunlu kamuyu aydınlatma yaklaşımı, yatırımcının korunması anlamında bazı düzenlemelerin yapılmasının gerekliliği ile de açıklanabilir, nitekim fiyatlar aracılığıyla bilgi, tüm katılımcılara iletilir. Fiyatların bilgiye ve dolayısıyla beklentilere dayalı olarak değişmesi karşısında yatırımcıların bilgi sahibi olması önem kazanmaktadır. Nitekim yukarıda da açıklandığı üzere¹¹⁰ çeşitli sebeplerle bilgi dengesizliği meydana gelmekte ve bu durum, bilgiye erişimi olanlara nazaran yatırımcıların daha az avantajlı konumda bulunmasına yol açmaktadır. Ekonomi biliminde yapılan çalışmalar kapsamında kamuyu aydınlatmanın, yatırımcılar ve ihraççı arasındaki bilgi dengesizliğini azalttığı, yatırım kararları üzerindeki etkisi sonucunda da nakit akışını doğrudan etkilediği belirlenmiştir.¹¹¹

Satıcı konumundaki ihraççının daha fazla bilgiye sahip olduğu gerçektir, ancak ihraççının bunu kamuya açıklamadığı bir ortamda alıcı konumundaki yatırımcı, bilgi dengesizliği sonucunda yanlış tercihte bulunabilir.¹¹² Dolayısıyla ikincil piyasalarda fiyatın artık malın kalitesinin bir göstergesi olmaması ve arz edilen malın kalitesinin yatırımcı tarafından kestirilememesi (*quality uncertainty*), kalitesiz malların satıcılarına yarayacaktır; çünkü kalitesiz mallar da artık yüksek fiyattan alıcı bulabilecektir ve sonuç

¹⁰⁹ Loss, L./ Seligman, J.: Fundamentals of Securities Regulation, Band 11, 4. Edition, Aspen Publishers, New York 2001, s. 8.

¹¹⁰ Bilgi dengesizliğine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. “Caydırıcı İşlevi” başlığı altındaki açıklamalar.

¹¹¹ Veil (European Law), s. 268.

¹¹² Ters seçim (*adverse selection*) konusundaki ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. “Aydınlatıcı İşlevi” başlığı altındaki açıklamalar ve ahlaki risk (*moral hazard*) konusundaki ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. “Caydırıcı İşlevi” başlığı altındaki açıklamalar.

olarak da kaliteli malların satıcıları artık piyasadan çekilmeye başlayacaktır.¹¹³ Dolayısıyla ilgili otoritelerin piyasaya zorunlu kamuyu aydınlatma kuralları ile müdahale etmesi oldukça gereklidir.

Zorunlu kamuyu aydınlatma yaklaşımını destekleyen bir diğer durum, ekonomi biliminde 1960'lardan başlayarak geliştirilen teorilerdir. Bilgi ile fiyat arasındaki ilişkiyi açıklamak üzere öncelikle sermaye piyasalarının bilgisel etkinliği teorisi (*informational efficiency of capital markets*) ileri sürülmüş ve sermaye piyasaları, zayıf, yarı güçlü ve güçlü etkinlikteki piyasalar olarak sınıflandırılmıştır. Bu teoriye göre fiyatların sermaye piyasası araçlarına ilişkin tüm bilgiyi hemen ve tamamen yansıttığı piyasa güçlü, sadece kamuya açıklanan bilgileri yansıttığı piyasalar yarı güçlü, ve geçmiş bilgileri yansıttığı piyasalar zayıf piyasalardır.¹¹⁴ Bu teori kapsamında, piyasada işlem ücretlerinin sıfır olması veya fiyatların gecikmeksizin uyarlanması gibi bazı varsayımlar yapılmaktadır; ancak bu şartların piyasalarda her zaman sağlanabilmesi mümkün olmadığı için söz konusu teori, etkin sermaye piyasası teorisi (*efficient capital market hypothesis*: kısaca etkin piyasa teorisi) olarak değiştirilmiş ve geliştirilmiştir.

Etkin piyasa teorisinde bir sermaye piyasası aracının piyasa fiyatı, gerçek fiyat olarak kabul edildiği için ihraççının açıklayacağı bilgilere bağlı olarak sermaye piyasası aracının fiyatı değişmez. Yatırımcılar, açıklamalara değer verip okumasa da zorunlu kamuyu aydınlatmadan, gerek sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumlardan

¹¹³ Akerlof, kötü malların (*lemons*) iyi malları piyasadan atacağını ve en nihayetinde ise piyasa diye bir yerin kalmayacağını iddia etmektedir, ki buna da sahtekarlığın bedeli (*cost of dishonesty*) demektir, s. 490 ve 495.

¹¹⁴ Fama, E. F.: *Efficient Capital Markets - A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance 1970, V. 25, N. 2, s. 383 vd.; Choi/ Pritchard, s. 32 vd. Zayıf etkinlikteki piyasalarda, fiyatlar yalnızca geçmiş bilgileri yansıtırken yeni açıklanan bilgiler fiyatlara yansımamıştır. Yarı güçlü piyasalarda ise fiyatlar, kamuya açıklanan tüm bilgileri yansıtmakta; güçlü piyasalarda ise kamuya açıklanmış olsun olmasın bir menkul kıymete ilişkin tüm bilgileri fiyat yansıtmaktadır, bkz. Fama, s. 388 ve 414.

aldıkları danışmanlık veya tavsiye gibi bir yolla gerekse de fiyatların, kamuya açıklanan tüm bilgileri yansıttığı varsayımında etkin bir piyasada işlem yaparak faydalanmaktadırlar.¹¹⁵ Hukuki açıdan bakıldığında piyasaya açıklanan tüm bilgilerin fiyatlara yansıdığını kabul eden yarı güçlü piyasa modelinin ABD hukukunda bazı içtihatlarda kabul edildiği görülmektedir.¹¹⁶ İlk olarak *Basic* davasında benimsenen bu model, son zamanlarda *Basic* davasında tekrar gündeme gelmiştir.¹¹⁷ *Halliburton* davasında bu modeli benimseyen mahkeme, piyasadaki bilgilerin çoğunluğunun fiyatlara yansımından dolayı yatırımcının, ihraççı tarafından açıklanan herhangi bir esaslı yanlışlığa güvenmesinin ve buna göre yatırım kararı vermesinin mümkün olduğunu belirtmiştir.¹¹⁸

Bilginin, piyasadaki tüm katılımcılara masrafsız ve hızlı bir şekilde ulaştırılması sonucunda etkin olan piyasada menkul kıymet fiyatları, kamuya açıklanan bu bilgileri yansıtır. Etkin piyasa teorisinde, bilgiye masrafsız ve hızlı ulaşmak mümkün olmasa bile, bu durum mümkünmüş gibi fiyatların bu bilgiyi yansıttığı ve piyasanın etkin

¹¹⁵ Choi/ Pritchard, s. 31.

¹¹⁶ Örneğin bkz. U. S. Court of Appeals, *Panzirer v. Wolf*, 633 F.2d 365 (2nd Cir. 1981), (<<https://casetext.com/case/panzirer-v-wolf>> Erişim Tarihi: 13.03.2018); U. S. Court of Appeals, *Seaboard World Airlines v. Tiger International*, 600 F.2d 355, 362 (2nd Cir. 1979), (<<https://casetext.com/case/seaboard-world-airlines-inc-v-tiger-intern>> Erişim Tarihi: 13.03.2018); U. S. Court of Appeals, *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975), s. 907, (<<https://casetext.com/case/blackie-v-barrack>> Erişim Tarihi: 13.03.2018); U. S. District Court, D. Delaware, *In re Ramada Inn Securities Litigation*, 550 F.Supp.1127 (D. Del. 1982), s. 1131, (<<https://casetext.com/case/in-re-ramada-inns-securities-litigation>>, Erişim Tarihi: 13.03.2018); U. S. District Court, N. D. Texas, Dallas Division, *In re LTV Securities Litigation*, 88 F.R.D. 134 (N.D. Tex. 1980), (<<https://casetext.com/case/in-re-ltv-securities-litigation>>, Erişim Tarihi: 13.03.2018).

¹¹⁷ *Veil* (European Law), s. 268; U. S. Supreme Court, *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 134 S. Ct. 2398 (2014) (<<https://casetext.com/case/halliburton-co-v-erica-p-john-fund-inc>>, Erişim Tarihi: 06.09.2017).

¹¹⁸ U. S. Supreme Court, *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), s. 244-245, (<<https://casetext.com/case/basic-incorporated-v-levinson>>, Erişim Tarihi: 17.11.2017).

olduğu kabul edilir.¹¹⁹ Etkin piyasa teorisi, ekonomi bilimi bazlı bir kuramın, sorumluluğun temeli olarak hukuki bir kuralın yerine benimsenmesi açısından sonradan eleştirilmiş ve farklı teoriler ileri sürülmüştür.¹²⁰

Etkin piyasa teorisinin temelleri üzerine kurulan, ancak onu bazı açılardan eleştiren MOME kuramına göre, öncelikle piyasalar tamamen etkin değildir, çünkü bilginin, piyasada bulunması, birkaç uzmanın bundan haberdar olması durumu ile herkesin bu bilgiye sahip olması durumu arasındaki tüm durumları kapsamaktadır.¹²¹ Dolayısıyla piyasada bulunan bilgiye bireysel yatırımcıların ulaşması zaman almakta ve bu bilgiye ulaşma sürecinde farklı göreceli etkinlik düzeyleri söz konusu olmaktadır. Buna bağlı olarak MOME kuramında, fiyatların piyasadaki bilgiyi ne hızda yansıttığına ilişkin piyasa etkinliğinin mekanizmaları dört genel model ile incelenmiştir. Bunlardan etkinliğin kolaylıkla sağlandığı model, piyasadaki tüm bilgilerin tüm katılımcılar tarafından bilindiği varsayımına dayanarak bilgiye ulaşımın hızlı ve masrafsız olduğu modeldir.¹²²

Diğer taraftan kamuya açıklanan finansal bilgilerin bireysel yatırımcılar tarafından anlaşılıp kullanılmasının zor olduğu ve ihraççılar zaman zaman ihraçlarda hazırladıkları kamuyu aydınlatma belgelerini öncelikle analistlerden ve diğer uzman

¹¹⁹ Nitekim işlevsel piyasa etkinliği, fiyatların tüm bilgiyi tamamen yansıması olarak ("*prices fully reflect all available information*") tanımlanmıştır, bkz. Gilson/ Kraakman (Mechanisms), s. 558-559.

¹²⁰ Sermaye piyasası aracının fiyatının sadece piyasadaki bilgi ile şekillenmeyeceği, fiyatı etkileyen çok değişik sebeplerin bulunabileceği dolayısıyla bu teorisin piyasanın gerçek durumunu yansıtmadığı ileri sürülmüştür. Bu eleştirilerden sonra ise farklı kuramlar geliştirilmiştir. Bu teorisin eleştirisi ve sonrasında geliştirilen kuramların açıklaması konusundaki ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, Ç.: Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, BTHAE, Ankara 2008, s. 70 vd. Ayrıca bkz. Basic Davası, Dissenting Opinion of Justice White and O'Connor, Part I-B.

¹²¹ Gilson/ Kraakman (Mechanisms), s. 565-566.

¹²² Bu model '*universally informed trading*' olarak adlandırılmıştır, Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 568 vd.

piyasa katılımcılarından oluşan bir gruba açıkladıkları için gerçekte bilginin kamuya açıklandığından söz edilemez.¹²³ Ancak bu durumda da piyasada fiyatlara yön veren bu azınlık grubun kamuya açıklanmış, ancak yaygın olmayan bu bilgiye sahip olması ve işlem yapması ile fiyatların bilgiyi yansıtacağı ileri sürülmüştür.¹²⁴

MOME kuramının diğer bir mekanizmasında içsel bilginin içerden öğrenenler başta olmak üzere sadece sınırlı sayıda kişilerce edinilmesi ve bu bilginin kullanılarak piyasada işlem yapılması sonucunda göreceli etkinlik gerçekleşmektedir.¹²⁵ Bu içsel bilgiye diğer piyasa katılımcılarının ulaşması oldukça maliyetli ve bu tür bilginin kullanımını hukuka aykırı olsa da bu mekanizma piyasanın göreceli etkinliğine hizmet eder ve bu göreceli etkinliği artırır.¹²⁶ Son mekanizmaya göre ise piyasadaki fiyatlar, kamuya

¹²³ Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 569 vd. Durum bu olsa da, uzmanlarca bu bilgiye sahip olunması, bilginin fiyatlara hızlıca yansımaya ve piyasanın etkinliğinin artmasına yol açmaktadır. MOME kuramındaki bu modelin, etkin piyasa teorisindeki yarı güçlü piyasa modeli ile bu açıdan uyumlu olduğu belirtilmiştir, Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 572.

¹²⁴ Bu durumda ortaya çıkan etkinlik modeli '*professionally informed trading*' olarak adlandırılmaktadır. Uzman piyasa katılımcıları tarafından yapılan bu ilk aşamadaki işlemlerden sonra piyasanın göreceli etkinliği de hızla azalmaktadır, bu azalma, uzman katılımcılar tarafından yapılan işlemler sonucu oluşan fiyatların diğer katılımcıları da etkilemesi sonucu oluşan fiyat baskısı (*price pressure*) sebebine bağlanmış olsa da bu açıklamanın yeterli olmadığı ve piyasada bu bilgiye sahip olmayan birçok katılımcının bir grup uzmanın işleminden nasıl olup da etkileneceği tartışılmıştır. Buna göre fiyat baskısından çok bilginin zamanla piyasaya yayılması, piyasanın etkinliğini artıran asıl unsurdur. Öte yandan azınlıktaki uzman katılımcılar tarafından yapılan yoğun işlemler de piyasada henüz yeterince yaygın olmayan bir bilginin bulunduğuna yönelik diğer yatırımcılarda izlenim bırakabileceği için piyasanın göreceli etkinliği azalacak ve piyasa tam etkin piyasa haline gelecektir. Bu yöndeki tartışmaların ayrıntıları için bkz. Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 569 vd. ve özellikle s. 570, dn. 67.

¹²⁵ Bu mekanizma ise '*derivatively informed trading*' olarak adlandırılmaktadır, ayrıntılı bilgi için bkz. Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 572, dn. 73 ve s. 573.

¹²⁶ Bkz. Gilson/Kraakman (Hindsight Bias), s. 35. Gilson/Kraakman bu durumun teorik olarak kısır bir döngüden ibaret olduğunu belirtirler, çünkü profesyonel müşteriler, yatırımlarından kar elde etmek amacıyla ilk aşamada bilgi edinir ve etkinliği olmayan bir piyasada bu tür yatırımcılar bu bilgileri dolayısıyla kar elde edebilir. Daha fazla yatırımcının bilgiye sahip olmasıyla fiyatlar bu bilgiyi daha hızlı bir şekilde tüm piyasa katılımcılarına yansıtacağı için artık profesyonel müşterilere bu bilginin bir getirisi olmayacaktır ve tam bu noktada piyasada tam anlamda bir etkinlik sağlanır. Ancak artık piyasa katılımcıları bilgi edinmeyi bırakırlar ve sonuçta piyasa, bilgi anlamında yine etkinliğini yitirir. Bilgisel etkinliğin olmadığı piyasada profesyonel müşteriler yine bilgi arayışına girişirler ve süreç başa döner. Bu durum "*Efficiency Paradox*" olarak adlandırılmıştır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 577 vd. ve 622 vd. Ayrıca Grossman/Stiglitz, bu döngü sebebiyle piyasanın etkinliğinin, etkinliğe sebep olan bu kar beklentisini ortadan kaldıracağını ve piyasanın

hiç açıklanmamıştır, ancak piyasa katılımcılarının tahminleri, analizleri, inançları, düşünceleri, çıkarımları veya değerlendirmelerinin toplamından ortaya çıkan bilgiyi yansıtır.¹²⁷ Bu mekanizmaların hepsi bir piyasada aynı anda bulunur ve birbirlerini tamamlayıcıdır.

Görüldüğü üzere, MOME kuramında, bir piyasanın etkinliği, bilginin yayılmasına bağlı olduğu için, bilgi ne kadar hızlı bir şekilde yayılırsa piyasanın o kadar etkin olduğu söylenebilir.¹²⁸ Bilginin yayılma hızını ise bilgiyi edinme, işleme ve doğrulama maliyetleri belirler.¹²⁹ Dolayısıyla bu maliyetleri en aza indirmek piyasanın daha etkin işlemesini sağlayacaktır, bilginin edinilmesinde analistler gibi araçların kullanımı bir açıdan, bilgiye ilişkin bu maliyetleri azaltmaya yöneliktir.¹³⁰ Bilgiyi açıklayan ortaklıkların bu bilgiyi doğrulamasına yönelik maliyetleri, yatırımcıların

hiçbir zaman tam etkinliğe ulaşamayacağını ‘dengesizliğin dengesi’ olarak çevirebileceğimiz ‘*equilibrium degree of disequilibrium*’ şeklinde ifade etmişlerdir, Grossman, S. J./ Stiglitz, J. E.: *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, American Economic Rev. 1980, V. 70, N. 3, s. 393.

¹²⁷ Bu mekanizma ise ‘*uninformed trading*’ olarak adlandırılmaktadır, Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 579 vd. Burada bilgi kamuya açıklanmamış ve piyasa katılımcılarının hiçbiri bilgiyi edinmemişlerdir, ancak piyasadaki ikincil kaynaklardan yararlanarak oluşturdukları parçaların toplamı, fiyatlara yavaş yavaş yansiyacak ve zaman zaman menkul kıymet fiyatları kişisel değerlendirmelerden etkilense de, bu durum piyasada sistematik uygulama olmadığı için, fiyatlar bu toplamın tamamını yansıtacaktır (bu durum “*unsystematic bias ‘washes out’ over trading*” olarak ifade edilmiştir), bkz. Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 581.

¹²⁸ Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 593 ve 612.

¹²⁹ İlk olarak bilgiyi üreten konumunda olan kişi için bilgiyi edinme maliyeti, üretim maliyetine eşittir. Ancak diğer kişiler için bu maliyet, çeşitli şekillerde bilgiye erişimin sağlanmasını ifade eder. Bilgiyi işleme maliyeti ise bilginin değerlendirilmesi için gerekli işgücünün yetiştirilmesi ve bu alana yatırım yapılmasına eşdeğerdir. Son olarak, bilgiyi üreten kişiler için doğrulama maliyeti, bu bilgilerin doğruluğunun uzmanlarca onaylanması yani denetimi; diğer kişilerce bu doğrulama maliyeti, benzer bir denetim maliyetini içerse de başta o bilgiyi üretenin ne kadar güvenilir olduğuna yönelik bir değerlendirme yapmayı kapsar. Ayrıntılı bilgi için bkz. Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 593 vd.

¹³⁰ Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 579 vd. Ancak burada, bilgi üreten ortaklıkların, menkul kıymetleri daha yüksek bir fiyattan işlem görsün diye yatırımcıyı yanıltma hususunda bir menfaatleri bulunmaktadır. Bu durum da yatırımcılarda, açıklanan bilgilerin doğru olmadığı izlenimini uyandırır. Bu sebeple yatırımcılar ihraççıların açıkladığı bilgilere daha az güven duyarlar ve ihraççılar da güvenilmediğini düşündükleri doğru bilgiyi açıklamazlar. Sonuçta da Akerlof’un ikinci el araba piyasasındaki limon örneği gibi, yanlış bilgi doğru bilgiyi piyasadan sürer. Bu doğrultudaki değerlendirme için bkz. Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 602.

bireysel olarak açıklanan bilgiyi doğrulama maliyetlerinden daha az olacaktır. Böylelikle zorunlu kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenlemeler de bilgiyi açıklama işini belirli kişilere yükleyerek bilginin toplanma, işlenme vb. maliyetlerini en aza indirmeye yardımcı olur.¹³¹

Bir süre sonra etkin piyasa teorisinde ve MOME kuramında yer alan, yatırımcıların tamamen makul olduğuna, piyasaların etkin olduğuna ve işlem maliyetlerinin çok düşük olduğuna yönelik varsayımlar eleştirilmiştir. Ekonomi alanında psikoloji biliminin de etkisiyle ortaya atılan davranışsal ekonomi (*behavioural finance*) kuramına göre, piyasadaki yatırımcılar, yatırım kararı verirken makul değildir ve bu durum menkul kıymetlerin değerini yanlış değerlendirmelerine sebep olur.¹³² Piyasada uzman olmayan bazı bireysel yatırımcıların (bu durumda *noisy traders*) özellikle geçmişe dayanan önyargılarından etkilenerek tercihlerini belirlemesi, yatırım kararı verirken makul davranmamasına sebep olur. Bunların yanı sıra medyada çıkan haberler, piyasaya daha önce açıklanmamış bir bilgi içermeseler dahi yatırım kararlarını etkileme gücüne sahiptir.¹³³ Nitekim işlem hacminin çok büyük olduğu dinamik bir sermaye

¹³¹ Bu yönde bkz. Gilson/Kraakman (Mechanisms), s. 601, 605, 639.

¹³² Yatırımcıların, geçmişe dayanan psikolojik süreçlerinin de yatırım kararı verirken rol oynadığı davranışsal ekonomi teorisinde ileri sürülmektedir. Buna göre yatırımcılar yatırım kararı verirken çeşitli önyargılarla hareket ederler: yatırımcılar kontrol yanılgısına (*illusion of control*) kapıldıkları için kendilerine fazla güvenirlirler (*overconfidence*); ellerindeki menkul kıymeti satarken ona, kendileri alıcı olsaydı ödeyeceklerinden daha fazla değer biçerler (*endowment effect*); kar elde etmek için risk almaya gönülsüzken bir zarardan kaçınmak için adeta kumar oynarlar (*risk aversion*); sonradan duruma göre uyarladıkları ilk tahminlerine dayanarak yatırım kararı verirler, ancak ilk tahminlerinin tamamen dışına çıkmama eğiliminde olurlar (*anchoring*); yatırımlarından kar mı elde edeceklerine yoksa zarara mı uğrayacaklarına göre karar verirler veya her iki durumla karşılaşma ihtimallerine göre yatırım kararı verirler (*framing*); geçmişte yaptıkları tercihleri o zamanın şartlarına göre değil de bugünün koşullarına göre değerlendirme eğiliminde olurlar (*hindsight bias*). Bu teorisinin gelişimi için bkz. Le Bon, G.: *The Crowd: A Study of Popular Mind*, Macmillan, New York 1896 (<<https://archive.org/details/crowdstudypopu00bongooog/page/n6>> Erişim Tarihi: 21.08.2019); Selden, G. C.: *Psychology of the Stock Market*, Ticker, New York 1912; Versky, A./ Kahneman, D.: *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Science 1974, V. 185, N. 4157, s. 1124-1131.

¹³³ Nitekim 3 Mayıs 1983 tarihli New York Times gazetesinde sağlık sektöründe önemli bir gelişmeye ilişkin lisans alma hakkını kazanan EntreMed ortaklığı ile ilgili çıkan haber sonucunda ortaklığın

piyasasında birçok yatırımcı, makul bir yatırımcının aksine, elinde kesin bir bilgi olmadan yaygın kanaate göre yatırım kararı verir, işlem yapar.¹³⁴

Belirli önyargılarla yatırım kararı veren yatırımcıların bu kararlarını etkilemek için piyasada bir balon oluşturarak kendisine çıkar sağlamaya çalışan yöneticiler ve diğer piyasa katılımcıları (*reputational intermediaries*), MOME kuramının öngördüğü üzere, bilgiye ilişkin maliyetleri azaltıcı rol oynamaktan oldukça uzaktır.¹³⁵ Diğer taraftan piyasa fiyatları, etkin piyasa teorisinde iddia edildiği üzere açıklanan bilgileri hızlı bir şekilde ve tamamen yansıtmamaktadır, tam tersine açıklanan bir bilginin fiyatlara yansması zamanla ve uzun bir süreçte mümkün olmaktadır.¹³⁶ Hatta piyasa fiyatları yeni bir açıklama yapılması gibi ortada görünür hiçbir sebep yokken dahi, farklı bir yöne doğru hareket edebilir.¹³⁷

Günümüzde bu teorilerin ortaya atıldığı zamana nazaran sermaye piyasasında bilginin daha ulaşılabilir olduğu, işlem ücretlerinin azaldığı ve piyasanın daha etkin bir

menkul kıymetlerinin fiyatı hızlı bir şekilde artmıştı. Ancak gazetede ortaklığın daha önce kamuya açıkladığından ve yine aynı gazetede daha önce işlenen haberlerden farklı bir haber yer almamaktaydı. Bu durumun etkin piyasa teorisiyle açıklanamayacağı ve dahası yatırım kararlarına yön veren unsurların çok çeşitli olduğuna yönelik değerlendirme için bkz. Langevoort, D. C.: *Taming The Animal Spirits of The Stock Markets: A Behavioural Approach to Securities Regulation*, Northwestern Uni. L. Rev. 2002, V. 97, N. 1, s. 140 vd. Ayrıca yatırımcının yatırım kararını sadece medya değil, yatırımcılar arasında çeşitli iletişim araçlarıyla yaptıkları konuşmalar da etkilemektedir, bkz. Langevoort (Behavioural Approach), s. 145.

¹³⁴ Makul yatırımcının içsel bilgiye sahip olmadan böyle bir piyasada işlem yapmayacağı etkin piyasa teorisinde kabul edilmesine rağmen, bu durumun pratikte oldukça sık gerçekleştiğine yönelik bkz. Langevoort (Behavioural Approach), s. 141.

¹³⁵ Gilson/Kraakman (Hindsight Bias), s. 36. Yazar burada MOME kuramının bilgiye ilişkin maliyetleri azaltma konusunda piyasadaki araçlardan (*reputational intermediaries*) beklediği rolü üstlenmediklerini itiraf etmiştir.

¹³⁶ Langevoort (Behavioural Approach), s. 142. Ayrıca fiyatların hareketine ilişkin ekonomik açıdan yapılan ayrıntılı analiz sonucunda aynı bulguya erişilmiştir ve piyasadaki fiyatların bilgiye beklenenden daha az tepki verdiği gözlemlenmiştir ('*underreaction*'), bkz. Chan, L. K. C./ Jegadeesh, N./ Lakonishok, J.: *Momentum Strategies*, The Journal of Finance 1996, V. LI, N. 5, s. 1693 ve 1710.

¹³⁷ Langevoort (Behavioural Approach), s. 142.

şekilde işlediği görülmektedir.¹³⁸ Nitekim fiyatların etkinliğinin yani bilgiyi yansıtma oranının arttığı bir piyasada yatırımcı, bilgi dengesizliği sorunuyla daha az karşı karşıya kalmaktadır.¹³⁹ Sonuç olarak makul bir yatırımcı, yatırım kararı alırken hem kamuya açıklanan bilgileri, hem varsa kendinin sahip olduğu bilgileri hem de fiyatların yansıttığı bilgileri değerlendirmelidir.¹⁴⁰

Özellikle ABD’de Enron gibi bazı olaylardan sonra, arbitraj ve vekalet çatışması başta olmak üzere bazı yönetsel sorunlar sonucunda, yöneticilerin kazanç payına ilişkin mali haklarının, pay sahipleri için ortaklığa ek değer kazandırılmasından ziyade piyasaya manipülatif bilgiler sızdırması ya da yatırımcılara doğrudan yanlış bilgi vermesi fiyatları etkilemektedir.¹⁴¹ Dolayısıyla zorunlu kamuyu aydınlatma yaklaşımını destekleyen en temel tartışmalardan bir diğeri de ortaklıklar hukuku doktrininde tartışılan vekalet çatışmasıdır (*agency cost*).¹⁴²

Diğer taraftan yatırımcının bireysel olarak bilgiyi edinmek uğruna harcayacağı giderler ve sonuçta bireysel yatırımcıların hepsinin birbirine paralel bilgiler üretmelerinden önce bilgiyi üreten olarak ihraççının kamuya açıklama yapması daha

¹³⁸ Bai/ Philippon/ Savov, s. 625, ayrıca piyasanın ve fiyatların etkinliğinin özellikle uzun ve orta dönemde arttığına ilişkin ekonomik model temelli çalışmanın sonuçları için bkz. s. 646.

¹³⁹ Piyasanın etkinliğinin, fiyatların, bilginin toplamını yansıtma oranına bağlı olduğuna ilişkin ekonomi biliminde ortaya atılan görüş (*Forecasting Price Efficiency: FPE*) ile işlem hacminin daha büyük olduğu ve yeni bir fonun oluşturulmadığı ikincil piyasaların değerinin, fiyatların yatırımcının elinde bulunmayan bilgiyi yansıtmasına bağlı olduğuna ilişkin ortaya atılan görüş (*Revelatory Price Efficiency: RPE*) hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Bond, P./ Edmans, A./ Goldstein, I.: *The Real Effects of Financial Markets*, Annual Rev. of Financial Economics 2012, V. 4, s. 339 vd. (yazar burada finansal etkinliğin yeni ölçütü olarak RPE’yi kabul etmektedir).

¹⁴⁰ Goldstein, I./ Yang, L.: *Good Disclosure, Bad Disclosure*, Journal of Financial Eco. 2019, V. 131, s. 119.

¹⁴¹ Gilson/ Kraakman (Hindsight Bias), s. 36 (Özellikle arbitrajın ve vekalet çatışmasının piyasa fiyatlarını nasıl etkilediğine dair ayrıntılı bir değerlendirme için bkz. s. 23 vd.).

¹⁴² Vekalet çatışmasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. “Caydırıcı İşlevi” başlığı altındaki açıklamalar.

avantajlı olacaktır.¹⁴³ Zorunlu kamuyu aydınlatma, yatırımcının, ihtiyaç duyduğu bilgiyi edinmesi için herhangi bir ücret ödemek zorunda bırakılmadan, zamanında ve yeterli şekilde bilgi edinmesini hızlandırır ve bilginin doğrulanması sürecinde denetim raporlarının da kamuya açıklanması zorunluluğu sayesinde güvenilir bilgiye ulaşmayı da kolaylaştırır.¹⁴⁴ Ayrıca açıklanan bilgilerin, yatırımcının karşılaştırma yapabilmesine uygun ve standart olarak hazırlanacağı düşünüldüğünde yatırımcının piyasadaki araçların değerlerine uygun bir şekilde fiyatlandırılmasına yardımcı olacağı da açıktır.¹⁴⁵ Nitekim yatırımcı, karşılaştırma imkanı sunan araca yönelerek bu değerlendirmesine göre iyi sermaye piyasası aracına daha çok fiyat ödeyecek ve kamuyu aydınlatma, söz konusu aracın fiyat etkinliğini artıracaktır.¹⁴⁶

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün mevzuatta düzenlenmesinin bazı sakıncaları olduğu da ileri sürülmüş ve zorunlu kamuyu aydınlatma doktrinde çeşitli sebeplerle eleştirilmiştir. Öncelikle kanun koyucunun hata yapması kaçınılmaz olduğu için öngörülen yükümlülükler birbiri ile çakışabilir ya da çelişebilir ve bunun da ötesinde piyasanın her sorunu, hukuki bir düzenleme ile çözülemeyebilir.¹⁴⁷ Nitekim kazuistik bir kanun yapma tekniği, sermaye piyasası hukukunun dinamik yapısına oldukça aykırıdır.

¹⁴³ Veil (European Law), s. 271. Bir ortaklığın rakiplerinin de söz konusu bir durumda ortaklığa ilişkin bilgi edinmek uğruna aynı harcamaları tek tek yapıp ortaya birbirine paralel bir bilgi yığını çıkmasındansa ortaklığın ilgili bilgiyi kamuya açıklamak zorunda olması daha ekonomik bir yoldur, Choi/ Pritchard, s. 29-30.

¹⁴⁴ Veil (European Law), s. 269; Küçüksözen, s. 13.

¹⁴⁵ Özellikle açıklamalarda belirli bir seviyede standardın yakalanmasının, gerek karşılaştırma imkanı sunması gerekse de açıklanan bilgilerin nitelikli hale gelmesine zemin hazırlaması açısından yatırımcının korunmasına daha çok hizmet edeceği belirtilmiştir, Enriques/ Hertig/ Kraakman/ Rock, s. 246.

¹⁴⁶ Choi/ Pritchard, s. 27-28; Enriques/ Hertig/ Kraakman/ Rock, s. 244.

¹⁴⁷ Choi/ Pritchard, s. 30. Nitekim ABD hukukunda sermaye piyasasında kamuyu aydınlatmaya ilişkin özel düzenlemeler yapma yetkisi, SEC'e aittir. SEC'in ortaklıklar hukukuna ilişkin her sorunu daha fazla kamuyu aydınlatma ile çözmeye çalışmaya ve eskiden veya ihtiyaca artık cevap vermeyen hukuki düzenlemeleri de yürürlükten kaldırmama eğiliminde olduğu belirtilmektedir, Choi/Spitchard, s. 169.

Bu kapsamda, zorunlu kamuyu aydınlatmanın gereksiz olduğu ileri sürülmüştür; hatta açıklanan bilginin araştırılmadan kullanılması sonucu bu açıklamanın piyasaya zarar verebileceği ifade edilmiştir.¹⁴⁸ Ancak zorunlu kamuyu aydınlatmanın sosyal refahı artırdığı artık dünya çapında kabul görmeye beraber tartışmalar, daha çok zorunlu kamuyu aydınlatmanın kapsamının nasıl belirleneceği üzerinde toplanmaktadır.¹⁴⁹ Tüm bu tartışmaların ötesinde ve yukarıda açıklanan sebepler dolayısıyla zorunlu kamuyu aydınlatma evrensel olarak kabul edilmiştir ve Türk SPK'nın kanun koyucusu da piyasanın işleyişine belirtilen amaçlarla müdahale etmektedir.¹⁵⁰

F. Diğer Kavramlar ile İlişkisi

1. Şeffaflık İlkesi ile

Şeffaflık ilkesi, bir ortaklıkla ilgili ticari sır niteliğinde olmayan tüm bilgilerin pay sahipleri, çalışanlar, devlet, alacaklılar, müşteriler, potansiyel yatırımcılar gibi ilgililer tarafından erişilebilir, anlaşılır ve açık olması halini ifade etmektedir.¹⁵¹ Bu tür bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, kolay erişilebilir ve düşük maliyetli bir şekilde belirli yollarla kamuya açıklanması ise bu ilkenin

¹⁴⁸ Düzenlemelerin çoğu zaman ortaklık skandallarını önleyemediği ve kamuyu aydınlatma sisteminin beklenildiği kadar etkin bir şekilde işlemediğine yönelik eleştiriler için bkz. Langevoort, D. C.: *Disasters and Disclosure: Securities Fraud Liability in the Shadow of a Corporate Catastrophe*, Georgetown L. Journal 2019, V. 107, S. 4, s. 1015-1016.

¹⁴⁹ Enriques/ Hertig/ Kraakman/ Rock, s. 247-248.

¹⁵⁰ Manavgat (Halka Arz), s. 193; Küçüksözen, s. 14. Zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün gerekli olduğu konusunda Türk hukukunda bir uzlaşımın olduğu yönünde bkz. Çetin (Analiz), s. 12. Kamu yararı teorisine göre, zorunlu kamuyu aydınlatmanın gerekli olduğu ve devletin bu kapsamda yatırımcıların korunması amacıyla ekonomik kolluk faaliyetleri yürüttüğüne yönelik olarak bkz. Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 29.

¹⁵¹ Apak, S./ Taşçıyan, K. H.: *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türkiye Uygulaması*, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu, İstanbul 2011, s. 81.

tamamlayıcısı durumundadır.¹⁵² Belirli bilgilerin belirli yollarla kamuya sunulmasını gerektiren ilke, kamuyu aydınlatma ilkesini; diğer taraftan yapılan işlemlerin ve işlem yetkililerinin herhangi bir şekilde öngörülebilir ve anlaşılabilir olduğu durumu işaret eden şeffaflık ilkesi, bilgi toplumu hizmetlerini ifade etmektedir.¹⁵³ İki ilkenin farklılığını vurgulamak üzere AB hukuku düzenlemelerine bakıldığında, Birinci Ortaklıklar Hukuku Yönergesi¹⁵⁴ kamuyu aydınlatmada asgari içeriği belirlerken; Kamuyu Aydınlatma Yönergesi,¹⁵⁵ AB'deki sermaye piyasalarının uyumlu şekilde işlemesi için şeffaflık ilkesine ilişkin gerekli düzenlemeleri içermektedir.¹⁵⁶

TTK'nın Genel Gereğesinde de vurgulandığı üzere özellikle son dönemlerde kamuyu aydınlatma ilkesinin şeffaflık ilkesi ile eş anlamlı olarak kullanıldığı görülmektedir.¹⁵⁷ Ancak 'kamuyu aydınlatma ve şeffaflık' ilkesinin kurumsal yönetimin dört temel ilkesinden biri olması ve şeffaflık ilkesinin bilgi toplumu hizmetlerinin bir ürünü olarak hedef kitesinin geniş olması sebebiyle kamuyu aydınlatma ilkesinin üzerinde bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.¹⁵⁸ Nitekim TTK m. 1524'teki bilgi

¹⁵² Coşkun, s. 29.

¹⁵³ Memiş/ Turan, s. 33; Eminoğlu, s. 16 ve 44; benzer görüşte bkz. Sayar, Z.: *Uluslararası Muhasebe Standartları Kapsamında Halka Açık Bankalarda Kamuyu Aydınlatma Aracı Olarak Mali Tablolar*, Muhasebe ve Denetime Bakış 2001, s. 74; ayrıca bkz. 6102 sayılı TTK Genel Gereğçe, para. 68.

¹⁵⁴ 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.

¹⁵⁵ 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.

¹⁵⁶ Kırca/ Şehirali Çelik/ Manavgat, s. 201-202.

¹⁵⁷ 6102 sayılı TTK Genel Gereğçe, para. 68; Üçışık/Çelik, s. 61, dn. 26; Paşlı, s. 243; Demir, s. 12, dn. 26. Her iki ilkenin aynı anlama geldiğine yönelik olarak bkz. Eminoğlu, s. 15.

¹⁵⁸ Paşlı, s. 244, dn. 340; Kırca/ Şehirali Çelik/ Manavgat, s. 200; Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar I), s. 589, para. 471b. Ancak şeffaflığın, kamuyu aydınlatma ilkesinin bir unsuru olduğuna yönelik olarak bkz. Günay, E. D.: *Kamuyu Aydınlatma İlkesinin 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na Yansımaları*, Terazi Hukuk Dergisi 2013, C. 1, S. 77, s. 22; Üçışık/ Çelik, s. 61-62, dn. 26. Ancak

toplumu hizmetlerine ilişkin bağımsız denetime tabi ortaklıkların internet sitesi açarak özellikle finansal tablolarını ve diğer tüm bilgilerini bu sitede gösterme zorunluluğu, kamuyu aydınlatma ilkesinden ziyade şeffaflık ilkesinin gereğidir.¹⁵⁹ Bu hüküm, şeffaflık ilkesinin sınırlı sayıdaki çıkar grubunu değil; herkesi bilgilendirmeyi hedeflediğini göstermektedir.¹⁶⁰ TTK m. 1524'ün 6635 sayılı Kanun m. 34 ile değiştirilmeden önceki halinde tüm sermaye ortaklıklarının internet sitesi kurma ve sürekli bilgiyi açıklama yükümlülüğü öngörülmüşken, değişiklikten sonra bu madde kapsamına sadece TTK m. 397/4 uyarınca bağımsız denetime tabi ortaklıkların girmesi gerek şeffaflık gerekse de kamuyu aydınlatma ilkesinin uygulama alanını daraltmıştır.¹⁶¹

Sonuç olarak kanaatimizce bu iki ilke birbirinden anlamsal ve amaçsal bakımdan farklılıklar göstermektedir. Şeffaflık ilkesi, modern ortaklıklar hukuku anlayışı içinde kamuyu aydınlatma ilkesinin de ötesine geçerek menfaat sahiplerinin bilgiye her an ve her yerde ulaşabilmesini sağlamaktadır.¹⁶² Nitekim şeffaflık ilkesi kamuya açıklama yapılmasından sonra bir ortaklığın kazanması gereken açıklık ve belirginlik durumunu ifade etmeye yönelik iken kamuyu aydınlatma ilkesi ortaklığın, yükümlülüğü

Pashi, kamuyu aydınlatma kavramının, muhatap çevresinin geniş olduğu, kavramın doğru bilgilendirme anlamına geldiği gerekçeleriyle şeffaflık ilkesini kapsadığını düşünmektedir, s. 243-244, dn. 340. Bilgi toplumu olarak ifade edilen şeffaflık ilkesinin kamuyu aydınlatmayı kapsadığına yönelik olarak bkz. 6102 sayılı TTK Genel Gerekçe, para. 68 ve 89. Gerekçe'ye göre kamuyu aydınlatma kavramı, ortaklıkların finansal tabloları için ortaya atılan ancak sonrasında ortaklığa ilişkin tüm konularda uygulama alanı bulan bir kavram olmakla birlikte günümüzde yerini şeffaflık ilkesine bırakmıştır, 6102 sayılı TTK Genel Gerekçe, para. 68.

¹⁵⁹ Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar I), s. 589, para. 471b; Eminoğlu, s. 332; Özkorkut, K.: *Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlkesi ve Sorumluluk*, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, (Özkorkut, K. (Ed.)), BTHAE, Ankara 2017, s. 158.

¹⁶⁰ Kırca/ Şehirali Çelik/ Manavgat, s. 211.

¹⁶¹ Manavgat (Halka Arz), s. 188, yazar burada TTK m. 1524'te yapılan değişiklik sonucu kamuyu aydınlatmanın genel özelliğinin zayıflatıldığını belirtmiştir. Dolayısıyla burada bazı bilgilerin internet sitesinde açıklanması kamuyu aydınlatma olarak değerlendirilmiştir.

¹⁶² Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar I), s. 289, para. 471b.

çerçevesinde belirli bazı bilgileri öngörülen usullerle duyurmasına ilişkin bir ilkedir. Şeffaflık ilkesinin amacı, ortaklığın içinde bulunması gereken açıklığı sağlamak iken kamuyu aydınlatma ilkesinin amacı ortaklığın belirli bilgileri, menfaat sahipleri için belirli usuller gözeterek açıklamasının sağlanmasıdır.

2. Bilgi Edinme Hakkı ile

Bilgi edinme hakkı, anonim ortaklıklarda pay sahipliği sıfatı veya yönetim kurulu üyeliği dolayısıyla kazanılan, kanundan kaynaklanan, paya veya statüye bağlı bireysel ve vazgeçilmez bir haktır¹⁶³ ve bilgi alma, inceleme, soru sorma ile denetleme hakkını içermektedir. Yalnızca pay sahipleri ve yönetim kurulu üyelerine TTK kapsamında kanuni bir hak olarak tanınan bilgi edinme hakkı, geniş anlamda kamuyu aydınlatma ilkesinin içindedir.¹⁶⁴ Ancak bu iki kavramın arasında teorik, yapısal, işlevsel ve amaçsal farklılıklar mevcuttur.

Bilgi edinme hakkı ile kamuyu aydınlatma ilkesinin ilk olarak amaçsal açıdan bazı farklılıkları bulunmaktadır. Bilgi edinme hakkında, öğrenilen bilgiler ortaklığın mali durumu ve faaliyetine ilişkin olup iç ve dış denetimin yanında sermayenin ne şekilde değerlendirildiği gibi önemli konularda pay sahibine dolaylı bir denetim hakkı da

¹⁶³ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 101, dn. 32; Kaya, s. 81; Kortunay, A.: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu ve Üyelerin Bilgi Alma Hakkı, Oniki Levha, İstanbul 2015, s. 313; Kırca/ Şehirli Çelik/ Manavgat, s. 704-705; Tekinalp, Ü.: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 4. Baskı, Vedat, İstanbul 2015, s. 374, para. 14-72. Bilgi alma ve inceleme hakkının, bireysel olma özelliğinin yanı sıra müktesep ve bağımsız bir hak olduğuna yönelik olarak bkz. Keskin, s. 42; Pulaşlı, H.: Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt I, 2. Baskı, Adalet, Ankara 2015, s. 562-563. Bu hakkın nisbi müktesep hak olduğu yönünde bkz. Rüzgar, s. 837; Kaya, s. 72, 74 ve 77; Aytaç, Z.: *Anonim Ortaklık Denetçilerinin Sır Saklama Yükümlülüğü*, BATİDER 1979, C. X, S. 1, s. 201.

¹⁶⁴ Kaya, s. 28-29; Tekinalp (Yedek Akçeler), s. 11; Turanboy, A.: Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, BTHAE, Ankara 2002/X, s. 187; İhtiyar, s. 105; Rüzgar, s. 848.

tanımaktadır.¹⁶⁵ Bilgi edinme hakkı, azınlığın veya diğer pay sahiplerinin paya bağlı haklarını kullanırken sahip olması gereken bilgileri sunduğu için ortaklık içindeki menfaatlerin dengelenmesi amacıyla hizmet etmektedir.¹⁶⁶ Bilgi edinme hakkında, pay sahipliği haklarının daha bilinçli kullanılması amacı varken kamuyu aydınlatmada yatırımcıların daha bilinçli yatırım kararı vermeleri amaçlanır. Yatırımcılar, yatırımlarının riskli olup olmadığına yönelik değerlendirme yaparken ortaklıkla ilgili bilgi edinmek isteyebilirler ve öncelikle finansal tablolar bu amaca hizmet edecektir.¹⁶⁷ Kamuyu aydınlatmada sadece mevzuat gereği açıklanması zorunlu olan bilgiler, yine mevzuatta gösterildiği şekliyle kamuya sunulur ve bu durumda yatırımcının bilgiyi talep etme zorunluluğu olmadığı için yatırımcı, aktif bir konumda değildir.

Halka açık olmayan anonim ortaklıklarda finansal olan ve olmayan bilgilere ulaşma imkanı, aydınlatıcı haklar ile karşılanırken halka açık anonim ortaklıklarda potansiyel yatırımcının bilgi ihtiyacının karşılanması için bu hak yetersiz kalmaktadır.¹⁶⁸ Bir anonim ortaklıkta pay sahibinin soru sormak ve dava açma gibi bir girişimde bulunması sonucu bilgi alması, aktif bilgi alma hakkı; ancak ortaklığın yasal yükümlülüğünü yerine getirdiği bazı hallerde (inceleme hakkının kullanılması gibi) pay sahibinin hiçbir talepte bulunmadan bilgi edinmesinde ise pasif bilgi alma hakkı söz konusu olmaktadır.¹⁶⁹ Halka açık olmayan anonim ortaklıklarda bile aydınlatıcı hakların

¹⁶⁵ Kaya, s. 20. Bu hakkın, ortaklığın yönetim organı üzerindeki kontrol fonksiyonunun diğer azınlık veya bireysel haklara oranla daha belirgin olduğu düşünülmektedir, Kaya, s. 24, dn. 75.

¹⁶⁶ Kaya, s. 31; Tekinalp (Yedek Akçeler), s. 20; Üçışık, s. 18.

¹⁶⁷ Akbulak/ Akbulak, s. 16; Kaya, s. 32 ve 19, dn. 62.

¹⁶⁸ Özkan, A./ Güngör Tanç, Ş./ Tanç, A.: *Finansal Tablo Dipnotlarının Kamuyu Aydınlatmadaki Öneminin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma*, MÖDAV 2008, S. 3, s. 60-61; Manavgat (Halka Arz), s. 189; Üçışık, s. 18.

¹⁶⁹ Keskin, s. 47; Kaya, s. 31; Uçar, s. 35. Kamuyu aydınlatma ilkesinin, halka açık anonim ortaklıklarda bilgi alma hakkının kullanılmasının zorluğu karşısında, bu tür ortaklıklar da bilgi edinme hakkı

(bilgi alma, inceleme, soru sorma ve denetleme hakları) temelinde kamuyu aydınlatma ilkesi vardır.¹⁷⁰ Dolayısıyla halka açık anonim ortaklıklarda bilgiye ulaşmanın en etkin şekli kamuyu aydınlatma ilkesidir.

Her iki ilke arasında ayrıca menfaati korunan kişiler açısından da farklar mevcuttur. Bilgi edinme hakkı ile sadece pay sahipleri, diğer bir deyişle mevcut yatırımcılar, kendilerine sunulanın dışında kalan konuları soru sormak gibi yollarla detaylı şekilde öğrenme hakkına sahip olurlar.¹⁷¹ Bilgi edinme hakkı, belirli bir statüye bağlandığı için muhatapları sınırlı bir şekilde ve belirli bir çevreden oluşurken kamuyu aydınlatmada yalnızca sunulan belirli bilgilerin bilgi edinme hakkı sahiplerine nisbeten sınırsız ve belirsiz sayıdaki ilgiliye ulaştırılması söz konusudur.¹⁷² Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların kamuyu aydınlatma yükümlülükleri gereği öncelikle ve bilgi edinme hakkından farklı olarak mevcut ve potansiyel yatırımcılar dahil tüm menfaat sahiplerinin bilgilendirilmesi ve bu şekilde korunması amaçlanmaktadır.

Pay sahiplerinin bilgi edinme hakkını kullanabileceği konular kamuyu aydınlatma ilkesi ile açıklanan bilgilere oranla daha geniştir. TTK m. 437 uyarınca bilgi alma ve inceleme hakkı, ortaklığın finansal ve konsolide finansal tablolarını; yönetim kurulu yıllık faaliyet raporunu; ortaklığın gelir tablosu ve bilançosunu; denetleme raporunu; yönetim kurulu kar dağıtım önerisini; ortaklık işleri, denetim yapılış şekli ve sonuçlarını; ve ortaklığın ticari defterleri ile yazışmalarını incelemeyi ve bunlara ilişkin

işlevini de taşıdığı; ve bu durumun da bilgi alma hakkından ziyade yönetimin bilgi vermesine yol açtığı yönündeki görüş için bkz. İhtiyar, s. 107.

¹⁷⁰ Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar I), s. 676, para. 876; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 39. TTK'da düzenlenen bilgi edinme haklarının en nihayetinde içsel aydınlatmaya hizmet etmektedir, Kaya, s. 26.

¹⁷¹ İhtiyar, s. 104; Üçışık/ Çelik, s. 73; Keskin, s. 46; Üçışık, s. 18.

¹⁷² Kaya, s. 29-30; Üçışık, s. 18.

bilgi almayı kapsar. Görüldüğü üzere TTK m. 437/2'de bilgi edinme hakkının konusunun şirketin işleri ve denetim olduğu belirtilerek konu açısından çok geniş bir alan bırakılmış ve TTK m. 437/3'te sadece şirket sırlarının ve menfaatinin tehlikeye girmesi yönünden bu hakkın kullanılmasında bir sınırlandırma yapılmıştır. Dolayısıyla pay sahipleri herhangi bir nedene gerek duymaksızın ve şirket sırları ve menfaati dışında konu açısından bir sınırlandırma olmaksızın şirkete ilişkin herhangi bir bilgi için bilgi edinme hakkını kullanabilecektir.¹⁷³ Kamuyu aydınlatmada sadece mevzuat uyarınca sunulması zorunlu olan bilgiler çerçevesinde bilgi sahibi olunabilirken bilgi edinme hakkında kamuya dahi açıklanmayan belirli konularda soru sorma veya belge inceleme söz konusudur.¹⁷⁴ Dolayısıyla TTK'daki bilgi edinme hakkı, daha somut şekilde bilgi alma talebinde bulunma, soru sorma ve incelemeye dayanması yönü ile daha aktif; ancak SPKn'daki kamuyu aydınlatma dolayısıyla bilgi edinilmesi daha pasif bir süreci ifade etmektedir.¹⁷⁵ Ancak doktrindeki bir görüşe göre 2003 tarihli BEHK¹⁷⁶ ile kamuyu aydınlatma ilkesi, edinilen bilgilerle kısmen de olsa daha aktif hale gelmiştir.¹⁷⁷ BEHK m. 5 uyarınca SPKr gibi kamu tüzel kişileri bir bilgi edinme başvurusu yapıldığı zaman ticari sır gibi bazı istisnalar dışında her türlü bilgi ve belgeden başvuru sahibinin yararlanmasını sağlamakla yükümlüdür. Hatta bu kanuna göre ilgililerin, ihraççıların

¹⁷³ Rüzgar, s. 834-835; Kaya, s. 206.

¹⁷⁴ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 97; Kaya, s. 28 vd.; Uçar, s. 35.

¹⁷⁵ Tekinalp, Ü.: *İşletme İlgililerinin Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı*, MED 1980, S. 21-22, s. 15; Kaya, s. 16 ve 31; Manavgat (Halka Arz), s. 189; Keskin, s. 47; Rüzgar, s. 848; Ege/Ege, s. 25. Ancak yine de TTK'da düzenlenen genel kurul toplantısından önce hazır bulundurulan belgeleri inceleme haklarını kullanırken pay sahiplerinin, kamuyu aydınlatmada bilgilenme durumundaki gibi pasif konumda oldukları vurgulanmaktadır, Keskin, s. 47; Kaya, s. 31-32.

¹⁷⁶ 2003 tarihli ve 4982 sayılı Bilgi Edinme Hakkı Kanunu, 24.10.2003 tarihli ve 25269 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. İlgili Kanun, sadece kamu kurum ve kuruluşları ile kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşlarına yapılacak başvurular kapsamında verilecek bilgileri düzenlemektedir. Bu kurum ve kuruluşlar da ellerinde bulunan bilgileri, BEHK m. 21/1 ve 23 hükmünde sayılan nitelikteki bilgiler dışında talep edilen bilgileri, BEHK m. 5/1 uyarınca başvuru sahiplerine vermekle yükümlüdür.

¹⁷⁷ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 97.

bilgiyi verdikleri kamu kurum veya kuruluşlarına başvurarak kamuya açıklanmamış da olsa belirli konulara ilişkin bilgi edinme haklarını kullanabilecekleri de doktrinde ileri sürülmektedir.¹⁷⁸

3. Yatırımcının Korunması İlkesi ile

Kamuyu aydınlatma, yatırımcının korunması ilkesinden farklı ve bağımsız bir kavramdır. Sermaye piyasasında yatırımcının korunmasının anlamı, daha çok bireysel yatırımcılar olan küçük yatırımcıların korunmasını ifade eder; ancak bu durum kanunla getirilen korumalardan kurumsal veya nitelikli yatırımcıların yararlanmasını engellemez.¹⁷⁹ Kurumsal veya nitelikli yatırımcıların esas olarak mevzuat tarafından özel hükümlerle korunmasına gerek bulunmamaktadır, çünkü bu gibi yatırımcılar, sermaye piyasalarında ileri düzeyde bilgi sahibi olan uzman ve tecrübeli kişilerdir. Bu sebeple, kurumsal ve nitelikli yatırımcıya yapılan menkul kıymet satışında kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne ilişkin bazı istisnaların mevzuatta tanınması da söz konusu olmaktadır.¹⁸⁰

İki ilke arasında ayrıca amaç-araç ilişkisi mevcuttur: SPKn m. 1'deki temel amaçlardan birinin yatırımcının korunması olduğu belirtilmiştir; bu doğrultuda kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımcının korunması amacına hizmet eden, o amaca ulaşılması için öngörülen koruma mekanizmalarından biridir.¹⁸¹ Önceleri piyasada işlem yapan yatırımcının kendi yaptığı işlemleri değerlendirebilmesi ve sonuçlarının farkında olması

¹⁷⁸ Bir ortaklıktaki pay sahiplerinin, ilan edilen bilgilerle yetinebileceği gibi ilan edilmeyen konularda da bilgi sahibi olabilecekleri yönünde ayrıntılı bilgi için bkz. Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 97-98 ve 174; Üçışık, s. 19; Ertugay, s. 25.

¹⁷⁹ Çetin (Analiz), s. 3, dn. 1. Yatırımcı kavramı ve türleri ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. "Yatırımcı Türleri" başlığı altındaki açıklamalar.

¹⁸⁰ Örneğin bkz. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m. 7, 8, 9 ve 19 gibi maddelerinde bu yönde hükümler bulunmaktadır.

¹⁸¹ İhtiyar, s. 109; Uçar, s. 36-37.

gerektiği belirtiliyorken (*caveat emptor*) dünya çapında ortaya çıkan finansal krizlerden sonra yatırımcıların korunması fikri ve ilkesi hakim olmuştur.¹⁸² Yatırımcıların korunması amacıyla meydana gelen gelişmelere ayak uydurabilmek için hukuki düzenlemelerin sürekli bir şekilde değiştirilmesi ve geliştirilmesi gerekmektedir.¹⁸³ Nitekim yatırımcının *ex ante* korunması için öngörülen yaklaşımların ilki liyakat sistemi iken sonrasında modern hukuk anlayışı daha çok kamuyu aydınlatma-izahnamenin onaylanması anlayışını benimsemiştir.¹⁸⁴ Ancak yatırımcının *ex post* korunması kapsamında ise zararların giderilmesine yönelik mekanizmalar geliştirilmiştir,¹⁸⁵ ki hukuki sorumluluk kurumu ve bu sorumluluğun sonucu açılan tazminat davası bunlardan biridir.

4. Kurumsal Yönetim İlkeleri İle

G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin V. ilkesi olan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, “*Kurumsal yönetim çerçevesi, ortaklığın finansal durumu, performansı, ortaklık yapısı ve yönetimi dâhil olmak üzere ortaklığa ilişkin her türlü önemli konuda zamanında ve doğru açıklamaların yapılmasını sağlamalıdır.*” şeklinde belirtilmiştir. Bu ilkeye göre ortaklıkla ilgili tüm esaslı konuların zamanında ve doğru şekilde kamuya açıklanması ve ortaklığın rekabet gücünün korunması için asgari düzeyde açıklama yapma yükümlülüğünün benimsenmesi gerekmektedir. Söz konusu yükümlülüğün

¹⁸² Çetin (Analiz), s. 2. *Caveat emptor* ilkesi, (Birleşik Krallık’ta da ‘*let the buyer beware*’ şeklinde ifade edilmektedir), yatırımcının kendi çıkarlarını kendisinin koruması gerektiğine yönelik bir ilke olarak uzun zamandır uygulanmıştır, Karacan, A. İ.: Sermaye Piyasası Hukuku-Yazılar, Cilt I, Legal, İstanbul 2017, s. 42. Günümüzde hala, izahnamenin onaylanması sistemine geçiş ile ilkenin sınırlı da olsa uygulama alanı bulduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

¹⁸³ Çetin (Analiz), s. 3.

¹⁸⁴ Bu kavramlara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. “Kamu Otoritelerinin İşlevlerine İlişkin Sistemler” başlığı altındaki açıklamalar. Ancak İhtiyar, kamuyu aydınlatma kavramının daha çok önleyici, yatırımcının korunması kavramının ise daha çok tazmin edici niteliğinin bulunduğunu düşünmektedir, s. 110.

¹⁸⁵ Günel, V.: Sermaye Piyasası Hukuku, 2. Baskı, SPK Yayınları, Ankara 1987, s. 181; İhtiyar, s. 109.

doğup doğmadığını belirlemek için gerekli ölçüt yine ilkeye ilişkin açıklamalarda belirtilmiştir: Esaslı olma (*materiality*).¹⁸⁶ Esaslılık ölçütüne göre bir bilginin eksikliği veya yanlışlığının, kullanıcılarının ekonomik kararlarını etkileme gücünün bulunması halinde o bilgi, esaslıdır. Bu ölçüte uyan esaslı bilgilerin açıklanması suretiyle işleyen kamuyu aydınlatma sistemi, gerçek şeffaflığı sağlamakta ve oldukça güçlü bir araç olmaktadır.

Kamuya açıklanması gereken esaslı konular, G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin V/A. İlkesinin 9 bendinde sınırlı sayıda olmamak üzere açıkça sayılmıştır: Ortaklığın bağımsız denetimden geçmiş finansal raporları veya yıllık raporlar gibi finansal ve işletme sonuçları; yıllık faaliyet raporunda ortaklığın iş etiği gibi konuları da kapsayan ve finansal olmayan bilgileri ile ortaklığın hedefleri, açıklanması gereken esaslı konulardandır. Ayrıca ortaklığa ilişkin hakim pay sahipliği ve seçme hakları; yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin maaşları; yönetim kurulu üyelerinin kalitesi, seçim süreci, başka ortaklık yöneticilikleri ve bağımsız olup olmadıklarına ilişkin bilgi; öngörülen risk faktörleri; çalışanları ve diğer ilgilileri ilgilendiren sorunlar; özellikle herhangi bir kurumsal yönetim kuralı ya da sürecinin içeriği ve uygulanmasına ilişkin sürece yönelik yönetim yapısı ve politikaları da açıklanmalıdır. Son olarak da ortaklığı dolaylı veya dolaysız olarak kontrol edenler, aile bireyleri veya yöneticilerden oluşan ilişki tarafların ortaklıkla yapmış oldukları tüm işlemlerin açıklanması da gerekmektedir.

G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin V/B. İlkesi ise bilginin, muhasebe, mali veya mali olmayan kamuyu aydınlatmaya ilişkin yüksek kalite standartlarına uygun hazırlanması ve açıklanması gerektiğini belirtmektedir. Bu ilkenin muhasebe standartları

¹⁸⁶ G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2016, s. 41. Bu ölçüte ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda “Hukuka Aykırılığın Esaslı Olması” başlığı altındaki açıklamalar.

ve mali veya mali olmayan kamuyu aydınlatma standartlarına atıf yapmış olmasının, kamuyu aydınlatmada bilginin bilanço hukukuna uygun olmasına olumlu bir etkisi olacaktır.¹⁸⁷ G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin V/C. ilkesi yıllık denetimin bağımsız, yetkin ve uzman bir denetçi tarafından yapılmasının önemine atıf yapmıştır. Özellikle bağımsızlığın sağlanması için denetçiye verilecek ücretin de kamuya açıklanması veya iç denetçinin de denetlenmesi gerekmektedir.

G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin V/D. ilkesi ise dış denetçinin pay sahiplerine karşı sorumlu olması gerektiğine ve ortaklığa karşı da denetim faaliyetini özenle yapma yükümlülüğünün bulunduğu dikkat çekmiştir. G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin V/E. ilkesinde de açıklanacak bilgiye potansiyel yatırımcılar tarafından eşit, zamanında ve düşük maliyetle ulaşılmasının önemi vurgulanmıştır. Bilgilerin, *ad hoc* açıklamalarda veya ortaklığın dönemsel raporlarında yer alması gibi yollarla kamunun aydınlatılması sağlanmalıdır. Ayrıca kamuya açıklanan bilgilerin ortaklığın websitesinde yer alması bilginin yayılmasını kolaylaştıracaktır.

II. Karşılaştırmalı Hukuktaki Durum

A. Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda

1. Genel Olarak

ABD hukukunda izin ve ön inceleme sisteminden açıklık ve kamuyu aydınlatma sistemine geçişi ilk kez düzenleyen ve ABD sermaye piyasası hukukunun iki temel kanunu olan Menkul Kıymetler Kanunu (*Securities Act*) 1933 tarihinde ve Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (*Securities Exchange Act*) 1934 tarihinde çıkarılmıştır.

¹⁸⁷ Gürbüz Usluel, s. 196.

SEC'in¹⁸⁸ 2000 tarihli Kamuyu Adil Aydınlatma Tüzüğü (*Regulation of Fair Disclosure: Regulation FD*) gibi federal düzeyde bazı temel düzenlemeler de bulunmakta ve bu metinler öncelikle ortaklıkların ve diğer sermaye piyasası katılımcılarının yükümlülük ve sorumluluklarını düzenlemektedir. 2000'li yıllarda görülen dotcom krizi ve sonrasında 2002 tarihinde çıkarılan Sarbanes Oxley Kanunu ile 2008 krizinden sonra çıkarılan Dodd-Frank Kanunu sermaye piyasası hukukuna ilişkin temel mevzuat niteliğindedir. ABD hukukunda federe devletlerin yasaları önem arz etse de¹⁸⁹ sermaye piyasası hukuku federal yasama tarafından ayrıntılı ve emredici bir şekilde düzenlenmiştir.¹⁹⁰

2. 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (*Securities Act of 1933*)

a. Kanunun Getirdiği Düzen

1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun felsefesi, SEC'in resmi internet sitesinde de belirttiği üzere, sermaye piyasası hukukunda doğruların yer alması üzerine kurulmuştur.¹⁹¹ Buna göre yatırımcıların arz edilen menkul kıymetlerle ihraççıya ilişkin finansal ve diğer önemli bilgileri edinmesinde ve menkul kıymetlerin satışında hile, yetkisiz temsil ve diğer tür dolandırıcılığı önlemek için doğruların açıklanması

¹⁸⁸ SEC, halka arz yoluyla satılan tüm menkul kıymetlerin düzenlenmesinden sorumlu olan ve ülkemizde SPK'nun işlevini üstlenen bir kuruluştur. SEC, sermaye piyasası araçlarının fiyatını ve yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli nitelikteki bilgiye tüm yatırımcıların zamanında ve eşit şekilde ulaşmalarını sağlamaya çalışır. Ayrıntılı bilgi için bkz. SEC'in resmi internet sitesi, <<https://www.sec.gov/about.shtml>> (Erişim Tarihi: 22.04.2019).

¹⁸⁹ Özellikle ABD'de halka açık ortaklıkların %60'ının merkezi olan Delaware federe devletinin ortaklıklar hukukunun ortaklık yöneticilerinin temsil görevlerine ilişkin (*fiduciary duties*) kuralları bu alanda büyük önem arz etmektedir, Fechner/ Tipton, s. 25.

¹⁹⁰ Ayrıca yatırımcının korunması amacıyla çıkarılan diğer federal kanunlar için bkz. Investment Company Act of 1940, Investment Advisers Act of 1940, Securities Protection Act of 1970 ve Trust Indenture Act of 1939.

¹⁹¹ 1933 tarihli Kanun ile ilgili "*Often referred to as the 'truth in securities' law, the Securities Act of 1933...*" ifadesi kullanılmıştır, bkz. SEC'in resmi internet sitesi, <<https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html>> (Erişim Tarihi: 22.04.2019); ayrıca bkz. Fechner/ Tipton, s. 27; Hazen, T. L.: *The Law of Securities Regulation*, 5. Edition, Thompson and West, 2006, s. 21.

amaçlanmıştır.¹⁹² Her ne kadar getirdiği izahnameden doğan sorumluluk hükmü ile piyasada eleştirilse ve bu kanundan önceki serbest döneme geri dönüşe ilişkin istekler dile getirilse de, 1933 tarihli Kanun ve sonrasında yapılan düzenlemeler, daha şeffaf bir piyasaya ve daha çok kamuyu aydınlatmaya yönelik olmuştur.¹⁹³ Bu kanun temel olarak, özellikle birincil piyasalarda, halka arz edilecek sermaye piyasası aracı ve ihraççı ortaklığa ilişkin önemli bilgilerin yatırımcıya sunulmasını ve yatırımcının bilgilendirilmiş şekilde yatırım kararı vermesini sağlama amacındadır.¹⁹⁴ Bu doğrultuda bir ortaklığın bu Kanuna göre SEC'e iletceği kayıt formu (*registration statement*) ve izahname (*prospectus*) olarak düzenlenmesi gereken iki önemli kamuyu aydınlatma belgesi bulunmaktadır.

b. Menkul Kıymetlerin İhracı ve Kayıt Formu

1933 tarihli Kanun, yalnızca birincil piyasalardaki halka arzları ve ihraçları düzenlemekte ve §5 hükmü,¹⁹⁵ ihraç edilecek menkul kıymetlerin kayda alınmasını zorunlu kılmaktadır. Ortaklıkların ihraç edecekleri menkul kıymetlerinin kayıtları doğru bir şekilde yapılmadıysa, söz konusu menkul kıymet piyasada işlem göremez. Menkul kıymet ihracı, her borsanın kendi kurallarına göre üç aşamada yapılmaktadır: (i) kayıt formunun düzenlenmesi ve (ii) doldurulmasından sonra (iii) bu formun işleme alınması. Menkul kıymetlerin kaydının ikinci aşamasında kayıt formunun doldurulması haricinde,

¹⁹² Fechner/ Tipton, s. 28; Dalley, s. 1100.

¹⁹³ Langevoort (Liability), s. 45-46. Menkul kıymetlere ilişkin tüm kanunların amacının kamuyu aydınlatma yoluyla yatırımcıların korunması olduğuna yönelik olarak bkz. Choi/ Pritchard, s. 37. Nitekim bu kanun, sermaye piyasasında gizlilik esasından kamunun aydınlatılması esasına geçilen ilk kanundur, Hazen, s. 21; Karababa, s. 55.

¹⁹⁴ Dalley, s. 1100.

¹⁹⁵ 15 U.S. Code, Title 15, Chapter 2A, Subchapter I, §77e: Regulations Relating to Interstate Commerce and the Mails.

herhangi bir işlem yapılması yasaktır.¹⁹⁶ Kayda alma esnasında ihraççı var olan üç farklı kayıt formundan kendisine uygun olanı seçerek ihraç edilecek menkul kıymetleri ve bunları kaydettiren kişiye ilişkin bilgileri kamuya açıklamalıdır.¹⁹⁷ Böylece kayda alma sürecinde yatırımcıya gerek ortaklıkla ilgili gerekse de ihraç edilecek menkul kıymetle ilgili bilgilerin doğru, tam ve eksiksiz sunulması amaçlanmıştır. 1933 tarihli Kanun §5(c) uyarınca ortaklıklar menkul kıymetlerini kaydettirmek için başvurmalarından önce aracılık sözleşmesi için aracı kurumla görüşmeleri hariç hiçbir şekilde menkul kıymetlerin satışını veya satışına ilişkin teklifi yapamazlar.¹⁹⁸

Kayıt talebi yapıldıktan sonra kayda karar verilinceye kadarki süre zarfında SEC, kendisine sunulan bilgi ve belgelerin gerçeği doğru, tam ve eksiksiz yansıtmadığına dair bir inceleme yapar. SEC'in bu inceleme yetkisi izin sistemindeki gibi yatırımcı yerine geçerek yapacağı değerlendirme anlamına gelen bir yerindelik denetimi değil, kamuyu aydınlatma sistemi kapsamında bilgi ve belgelerin incelenmesi yetkisidir.¹⁹⁹ Yirmi gün içerisinde tamamlanması gereken bu inceleme sonucunda SEC, kamuyu aydınlatma belgelerinde bir eksiklik veya yanlışlık tespit ederse, SEC'in durdurma emri verme (*stop order*) yani kaydı durdurma yetkisi mevcuttur. Bu süre

¹⁹⁶ İstisna olarak da sadece yasal olarak düzenlenebilecek bir izahname vardır.

¹⁹⁷ Bir menkul kıymetin ihracı sırasında kullanılabilir üç farklı kayıt formu bulunmaktadır. S-1 formu, ilk ihraçlarda ve halka arzlarda ihraççıların tercih ettiği bir formdur ve bunun tercih edilmesi halinde sermaye piyasası aracına ve kaydettirene ilişkin tüm bilgilerin izahnamede yer alması zorunludur. S-2 formu ise 1934 sayılı Kanuna göre 3 yıldan fazla rapor düzenleyen ortaklıkların kullanabileceği bir formdur ve kullanılması halinde S-2 Formunda bu raporlardaki bilgilere atıf yapılabilir. S-2 Formunda bazı temel bilgiler de verilebilir. S-3 Formunda kaydettirene ilişkin tüm bilgilere izahnamede atıf yapılır ve nisbeten çok az bilgi bulunmaktadır. Bu formlara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Hazen, s. 127 vd.

¹⁹⁸ Hazen, s. 83-84; ayrıca yasal olarak da 1933 tarihli Kanun §2(a)(3) hükmü uyarınca aracı kurumlarla yapılan öngörüşmeler bu hükmün kapsamı dışında tutulmuştur.

¹⁹⁹ Bu inceleme, sunulan bilgi ve belgelerin açıklığı ve yeterliliğini kapsamaktadır, belgelerin açıklığı esasen yalın ve net bir dilin (*plain English*) kullanılmasına ilişkindir, Hazen, s. 138; SEC'in bu husustaki el kitabı için bkz. <<https://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>> (Erişim Tarihi: 17.03.2019).

sonunda herhangi bir karar verilmemiş olması da kaydın kabul edildiği anlamına gelecek olsa da süre sonuna kadar menkul kıymetlerin satışı yapılamaz; ancak bekleme süresinde (*the waiting period*) satışa ilişkin yapılabilecek teklifler belirtilmiştir.²⁰⁰ Kayıt talebinin kabulü ile birlikte menkul kıymetlerin ihracı için her türlü satış veya satış teklifi sadece izahname üzerinden yapılabilecektir. SEC'in analizlere (*research analysis*) ilişkin de herhangi bir yerindelik denetimi yapma yetkisi söz konusu değildir, yapılan analizler tartışılabilir nitelikte olsa da, SEC'in satışı durdurma yetkisi yoktur.²⁰¹

c. Menkul Kıymetlerin Halka Arzı ve İzahname

Menkul kıymetlerin halka arzında düzenlenmesi zorunlu olan izahnamenin şekli ve içeriğine ilişkin kurallar, 1933 tarihli Kanun §10'da²⁰² bulunmaktadır. Buna göre izahnamede, ihraççının ayrıca faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin bazı bilgilerin ve duyurulacak finansal verilerin GAAP'a uygun şekilde hazırlanmış olarak yer alması gerekmektedir. Menkul kıymetlerin satımına ilişkin her türlü ilan, reklam, mektup, yazılı veya sesli haberleşme araçlarıyla yapılan duyurular bu kapsamda değerlendirilmiştir. Yapılacak halka arzlarda, aracı kuruma ödenecek ücretin de izahnamede gösterilmesi zorunludur. Halka arza aracılık sözleşmelerine, sermaye piyasası aracının fiyatının olağanüstü koşullar dolayısıyla değişmesi halinde aracı kuruma arzı erteleme veya iptal etme hakkı tanıyan bir madde (*market-out clause*) eklenmesi zorunludur. SEC tarafından

²⁰⁰ Bu araçların satışına ilişkin teklif, sözlü teklif (*oral communications*), ön izahname (*preliminary prospectus*), özet izahname (*summary prospectus*) veya serbest izahname (*'free-writing' prospectus*) çıkarılması veya belirleyici açıklamalar (örneğin *'tombstone ad'* gibi açıklamalar) aracılığıyla yapılabilir, ayrıntılı bilgi için bkz. Hazen, s. 95-100.

²⁰¹ Hazen, s. 109 ve 676-677. Nitekim bu husus NASD'nin kuralları ile yatırım analistlerinin bağımsız olduklarına yönelik karar alması ve bu kuralın SEC tarafından da benimsenmesiyle ortaya çıkmıştır. Bu hususta NASD ve NYSE tarafından belirlenen kuralın SEC'e teklif edilmesi ve sonuç olarak da 1934 tarihli Kanun §19(b)(2) hükmüne uygun olarak SEC tarafından çıkarılan düzenleme ile kabul edilmiştir, bkz. <<https://www.sec.gov/rules/sro/34-45908.htm>> (Erişim Tarihi: 03.03.2019).

²⁰² U.S. Code, Title 15, Chapter 2A, Subchapter I, §77j: Information Required in Prospectus.

çıkarılan Kural 175'e²⁰³ uygun olduğu sürece izahnamelerde bazı tahminlerin yer almasına izin verilmektedir. Kural 175 uyarınca iyiniyet kurallarına uygun ve makul olması ile diğer verilerle birlikte sunulunca mantıklı bir temele dayanması halinde, izahnamede tahminlerin yer alması mümkündür. Bu şartlara uygun olmayan tahminlere izahnamede yer verilmesi, ilgililerin sorumluluğuna yol açacaktır.

3. 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act of 1934)

a. Kanunun Getirdiği Düzen

ABD Kongresi, 1934 tarihli Kanun ile ikincil piyasalardaki ihraçları da düzenlemiş ve kamunun, açıklanan tüm bilgilere zamanında ve eşit şekilde erişebilmesine imkan tanıyan Kamuyu Aydınlatma Kuralları (*Rules*) yayımlanmıştır. 1933 tarihli Kanun sadece birincil piyasalarda, ilk halka arzlarda veya ihraçlarda belirli bilgi ve belgelerin yatırımcıya ulaştırılmasını zorunlu tutmaktaydı, ancak açıklanan bilgilerde sonradan değişiklik meydana geldiğinde bu bilgilerin yer aldığı formların veya izahnamenin güncellenmesi söz konusu değildi.²⁰⁴ Dolayısıyla 1934 tarihli Kanun uyarınca, ikincil piyasalarda yapılacak halka arzlarda ve menkul kıymetlerin SEC'e kaydından sonra ilk izahnamelerindeki bilgilerin güncellenmesi için kayda alınan ortaklıkların, yıllık ve üçer aylık dönemsel bilgilerini ve bağımsız denetimden geçmiş finansal raporlarını sürekli olarak SEC'e iletmeleri gerekir. Söz konusu kanunun amacı, mahkeme kararlarında da belirtildiği gibi piyasa fiyatlarının manipüle edilmesini

²⁰³ General Rules and Regulations, Securities Act of 1933, Title 17: Commodity And Securities Exchanges, Chapter II, Part 230, §230.175: Liability for Certain Statements by Issuers.

²⁰⁴ Dalley, s. 1100-1101.

engelleyerek ve tam bir kamuyu aydınlatma felsefesi benimseyerek yatırımcının korunmasını sağlamaktır.²⁰⁵

Görüldüğü üzere ABD hukukunda, 1933 tarihli Kanun uyarınca birincil piyasalardaki ihraçlarda hazırlanan kayıt formları veya halka arzlarda hazırlanan izahname ile 1934 tarihli Kanun uyarınca ikincil piyasalarda yapılan dönemsel ve *ad hoc* açıklamalar dolayısıyla kamuyu aydınlatma, temel iki kolondan oluşmaktaydı. Yalnızca ilk kez halka arz edilen (*primary offerings/distributions*) menkul kıymetlere ilişkin kamuyu aydınlatma hükümleri getirdiği için 1933 tarihli Kanunun kapsamı, menkul kıymetlerin ticaretine ilişkin ikincil işlemleri (*trading*) düzenleyen ve yatırımcının korunmasına yönelik daha geniş düzenlemeler içeren 1934 tarihli Kanundan daha sınırlıdır.²⁰⁶

Halihazırda her iki kanun için de aynı bilgiler farklı formların adı altında istenmekteyken sonrasında SEC'in 'bütünleştirilmiş kamuyu aydınlatma sistemini' (*integrated disclosure*) kabul ettiği söylenebilir.²⁰⁷ 1966 yılında bu iki sistemi de tek bir çatı altında toplamak fikri yeşermeye başlamış ve 1977 yılında da *Regulation S-K* ile yeknesak bir uygulama ortaya çıkmıştır.²⁰⁸ Ayrıca 1982 yılından sonra kamuyu aydınlatma belgelerinin idari bir otorite tarafından onaylanması suretiyle izin alınması

²⁰⁵ Örnek olarak bkz. SEC v Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (1963), s. 186; Choi/ Pritchard, s. 37-38.

²⁰⁶ Hazen, s. 22-23; Canbaloglu, A. N.: Finans Sektöründe Kamunun Aydınlatılması ve Türkiye Uygulaması, Ankara Üniversitesi 2011, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 56-57; Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 220.

²⁰⁷ Fischer-Appelt, D.: *Implementation of the Transparency Directive-Room for Variations Across the EEA*, CMLJ 2007, V. 2, N. 2, s. 152; Dalley, s. 1101; Choi/ Pritchard, s. 38; Canbaloglu, s. 58.

²⁰⁸ Choi/ Pritchard, s. 183 vd.; Hazen, s. 124; Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 227. Regulation S-K ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. <<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/regs-kinterp.htm>> (Erişim Tarihi: 08.04.2019).

uygulamasına son verilmiştir ve Kural 424(b)²⁰⁹ uyarınca artık izahname ve ekleri SEC onayı veya izni olmadan kaydedilmektedir.

AB sisteminde kamuya açıklanması gereken içsel bilgiler, MAR'da fiyatlar üzerinde etkili olan esaslı olaylar olarak tanımlandığı için AB'de daha ilkesel bir kamuyu aydınlatmanın var olduğu söylenebilir. ABD sisteminde ise potansiyel olarak her tür önemli olayı açıklama yükümlülüğü getirildiği için pratik açıdan AB sisteminden çok da farklı olduğu söylenemez.²¹⁰ Dolayısıyla 1934 tarihli Kanunun öngördüğü sistem, sürekli ve dinamik olarak kamuyu aydınlatmaya yönelik bir sistemdir.

b. İhraççıların Kayda Alınması

Piyasanın işleyişine bakılacak olursa, 1934 tarihli Kanunda öngörülen raporlama ve kamuyu aydınlatma hükümlerinin uygulandığı ortaklıklar, 1934 tarihli Kanun §12(a) hükmünün ilk halinde Kongre tarafından tanımlanmış ve sonrasında §15(d) ve §12(g) hükmü ile kapsamı genişletilmiş olan halka açık ortaklıklardır. Bu hükümlerdeki şartları taşıyan ortaklığın halka açılması SEC nezdinde kayda alınması ile mümkün olmakla beraber bu süreç, aynı maddenin izleyen fıkrasında açıklanmıştır.

1934 tarihli Kanun §12(b) hükmündeki sürece göre, bir borsada menkul kıymet ticareti yapan veya malvarlığı (aktif büyüklüğü on milyon doları aşan) veya pay sahipleri açısından belirli bir büyüklüğe ulaşmış (en az 500 pay sahibi bulunan) ihraççıların SEC nezdinde kaydedilmeleri gerekmektedir. 1934 tarihli Kanun uyarınca kaydı yapılan ortaklığın (*reporting company/issuer*), S-K Yönergesi hükümlerine de uygun olarak doldurması gereken bazı formlar bulunmaktadır. Nitekim 1934 tarihli Kanun uyarınca

²⁰⁹ 17 CFR Chapter II, §230.424: Filing of Prospectuses, Number of Copies.

²¹⁰ Fencher/ Tipton, s. 31.

yapılan kaydın öncelikli sonucu, SEC'e dönemsel raporlar sunma yükümlülüğünün başlamasıdır.²¹¹ Ortaklıklar mevzuata uygun olarak kaydedildikten sonra, yıllık raporlarını (*Form 10-K* aracılığıyla);²¹² üç, altı ve dokuz aylık kısa raporlarını ve finansal tablolarını (*Form 10-Q* aracılığıyla);²¹³ son olarak da SOX Kanunu §409 hükmündeki yetkisine dayanarak SEC tarafından belirlenen özel durumlarını (*Form 8-K* aracılığıyla)²¹⁴ kamuya açıklamak yükümlülüğü altındadırlar.

1934 tarihli Kanun kapsamındaki bir ortaklık, 1933 tarihli Kanuna göre SEC nezdinde gerekli kayıt işlemlerini EDGAR üzerinden yaptıktan sonra, bir menkul kıymet çıkaracak olursa dönemsel formlar ile bu ihraca referans yapılmaktadır. Ortaklıklar yıllık raporlar hazırlayarak ortaklık faaliyetlerine ve ortaklığa ilişkin diğer önemli bilgileri²¹⁵ kamuya açıklamakla yükümlüdürler. Bunları tamamlayıcı olarak 1934 tarihli Kanun §13(a)(1) hükmü uyarınca kamuya açıklanması gereken içsel bilginin ortaya çıkması halinde (*Form 8-K* veya *Press Release* aracılığıyla), ortaklıklar bu özel durumlarını kamuya açıklanmak zorundadır. SEC tarafından, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü doğuran ve Form 8-K ile açıklanan içsel bilgiler sınıflandırılmıştır.²¹⁶

²¹¹ Fencher/ Tipton, s. 30.

²¹² İlgili Form formatı ve açıklaması için bkz. <<https://www.sec.gov/about/forms/form10-k.pdf>> (Erişim Tarihi: 08.04.2019).

²¹³ İlgili Form formatı ve açıklaması için bkz. <<https://www.sec.gov/about/forms/form10-q.pdf>> (Erişim Tarihi: 08.04.2019).

²¹⁴ İlgili Form formatı ve açıklaması için bkz. <<https://www.sec.gov/about/forms/form8-k.pdf>> (Erişim Tarihi: 08.04.2019).

²¹⁵ Bu bilgiler dört kategoride toplanabilir: Birinci kategoride ortaklıklar ortaklığın faaliyetleri ve mali durumuna ilişkin bilgi vermekle yükümlüdürler. İkinci kategoride ise 1933 ve 1934 tarihli Kanunlarda öngörülen belgelere ilişkin bilgiler yer alırken üçüncü kategoride ortaklık yöneticileri ve bunların ücretlerine ilişkin bilgiler bulunmaktadır. Son kısımda ise mali belgelerde bulunan şartlara ilişkin bilgiler açıklanır.

²¹⁶ Buna göre ortaklığın işletme konusu dışındaki bir alanda esaslı bir sözleşme yapması, bunu sona erdirmesi veya bu tür bir sözleşmede esaslı bir değişiklik yapması (*registrant's business and operations*); ortaklığın toplam malvarlığının %10'nundan daha fazlasını elinden çıkarması, bu

1934 tarihli Kanuna göre düzenlenmesi gereken kısa formların tabi olduğu sorumluluk rejimi daha hafif iken, 1933 tarihli Kanun uyarınca halka arz esnasında düzenlenen bazı belgeler daha ağır bir sorumluluk rejimine tabi tutulmaktaydı. 1934 tarihli Kanun uyarınca kayıt yapılması sırasında kullanılan bu kısa formlara, halka arz esnasında referans yapılması ise garantörün özen yükümlülüğünü zedelemekteydi.²¹⁷ Ortaklığın tüm belgelerinin kaydedilmesi ve daha sonraki değişikliklerin de kayda işlenmesi suretiyle güncellenmesi sürecine geçilmiştir. Böylece yeni bir menkul kıymet çıkarıldığında, menkul kıymetin kendisinin tescil edilmesi sistemi terk edilmiştir, çünkü ikincil piyasalarda yeni bir menkul kıymet arzı ya da satışı yapıldığında ortaklığın tescil edilmesi sisteminin daha pratik olduğuna inanılmaktadır.²¹⁸ Menkul kıymetin fiyatı da açıklanan belgelerde yer alan bilgiler doğrultusunda oluşacak ve piyasa da güncel

oradaki bir malvarlığını edinmesi, SEC'e formlar aracılığıyla bildirim yapılmamasına rağmen daha önce kamuya başka şekillerde duyurulan finansal koşulların veya işleyişlerin sonuçları, bilanço dışı bir düzenlemenin yapılması, çalışanların sözleşmelerinin sonlandırılması sonucu elde edilen yararların ve katlanılan giderlerin de dahil olduğu faaliyetlerin bitmesi veya sonlandırılmasına ilişkin giderler, firma değeri gibi malvarlığı değerlerine ilişkin esaslı değer kayıpları (*financial information*); kottan çıkarılma veya başka bir kota aktarılmaya ilişkin bildirim alınması, kayıt altına alınmamış bir hisse senedinin satımı, menkul kıymet sahiplerinin haklarına ilişkin esaslı değişiklikler (*securities and trading markets*); ortaklığın bağımsız denetçisine ilişkin değişiklikler ve bunun nedenleri, daha önceki finansal raporların veya denetim raporlarının güvenilmemesine ilişkin bildirim yapılması (*matters related to accountants and financial statements*); ortaklığın kontrolündeki değişiklikler, üst düzey yöneticilerin atanması, değiştirilmesi veya görevden ayrılması, ortaklık esas sözleşmesi veya kurallarındaki değişiklikler, ortaklığın hesap yılının değişikliği, çalışan sosyal yardım planları kapsamındaki ticaretin geçici durdurulması, ortaklığın etik kurallarına ilişkin değişiklikler ve bu kuralların koşullarına ilişkin muafiyet, ortaklığın pay sahiplerinin oy haklarına ilişkin bilgiler (*corporate governance and management*); ortaklığın varlık teminatlı menkul kıymetlerine ilişkin bilgiler, bu tür menkul kıymetin kredi desteğindeki değişiklikler ve diğer dışsal destekler, varlık teminatlı menkul kıymet sahiplerine yapılması gereken dağıtımdaki başarısızlıklar, Form S-3 kapsamında kaydedilmiş varlık teminatlı menkul kıymetin ihraç edilmesine ilişkin kamuya yapılan açıklamalardaki belirli güncellemeler (*asset-backed securities-ABS*); FD Düzenlemesine uyum için Form 8-K ile açıklanan konular (*Regulation FD*); ihraççının pay sahipleri açısından önemli olabileceğini düşündüğü takdirdeki konular (*other events*); ve kayıtlı ortaklık tarafından edinilen işletmelerin finansal raporları (*financial statements and exhibits*) kamuya açıklanacak konulardır. Bu sınıflandırma ve Form 8-K ile ilgili daha ayrıntılı bilgi için bkz. <<https://www.sec.gov/fast-answers/answersform8k.htm>> (Erişim Tarihi: 08.04.2019).

²¹⁷ Fox (Disclosure Liability), s. 903-904.

²¹⁸ Fox (Disclosure Liability), s. 906.

bilgilerle etkin bir şekilde işleyebilecektir; çünkü tek başına kamuyu aydınlatma olgusu yani yatırımcılara bilginin açıklanması durumu uzun vadede fiyatı etkilemeyecektir.²¹⁹

4. 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu

Yatırımcılar, pay sahibi oldukları ortaklıklarda kendilerine vaat edilen kar paylarını zaman içinde alamadıklarında, ortaklıkları dava etmeye başlamışlardır. 1995 tarihinde çıkarılan PSLRA ile bu duruma çözüm getirilmeye çalışılmıştır. Bu kanuna göre kar elde edemeyen davacının, ortaklığın kar elde etmemesinde bir ihmalinin olduğunu kanıtlaması gerekmektedir. Dolayısıyla, bu kanun yöneticilerin sorumluluktan daha rahat kaçınabilmelerine imkan sağlamış, yöneticiler de pay sahiplerine kar oranlarıyla ilgili açıklama yaparken artık sorumsuzluk kaydı (*safe harbour disclaimer*) kullanmaya başlamışlardır. Diğer taraftan bir ortaklığın geleceğe yönelik tahminleri, açıklandığı gibi gerçekleşmeyince açılan sağlam bir hukuki temele dayanmayan davaların (*opportunistic litigations*) önüne geçmek için ortaklıklara bu hususta PSLRA ile bir rahatlık öngörülmüştür.

Ancak tüm bu düzenlemeler yeterli olmamış hatta bu dönemde kamuyu aydınlatma “yarısı dolu bardak” olarak bile nitelendirilmiştir.²²⁰ Ortaklıkların sadece piyasa analistleri gibi profesyonel müşterilerden oluşan belirli bir kesim yatırımcıya özel görüşmeler (*closed briefings* veya *conference calls*) yoluyla gönüllü açıklama yapmaları sebebiyle bu kişilerin geniş halk kitlelerini yönlendirirken edindikleri bilgiye göre ve çoğunlukla da taraflı davranmaları söz konusu idi.²²¹ 1990’ların sonunda bu konu,

²¹⁹ Fox (Disclosure Liability), s. 906.

²²⁰ Fox (Disclosure Liability), s. 903.

²²¹ Choi/ Pritchard, s. 197; Gruner, R. H.: *Corporate Disclosure The Key to Restoring Investor Confidence*, Strategic Investor Relations, Summer 2002, s. 2.

oldukça endişe verici hale gelmiş ve sonuç olarak da 2000 tarihli Adil Kamuyu Aydınlatma Tüzüğü (*Regulation FD*) yayımlanmıştı.²²² Ardından da Kongre, zamanına göre oldukça ileri düzey düzenlemeler içeren 2002 tarihli SOX Kanununu çıkararak bu uygulamalara karşı tepkisini ortaya koymuştur.²²³

Adil Kamuyu Aydınlatma Tüzüğü hükümleri yabancı ihraççılara uygulanmamaktadır ve bu Tüzük hükümleri uyarınca kamuyu aydınlatma, gazete de dahil herhangi bir iletişim aracıyla bilginin dağıtılması suretiyle gerçekleşebilir. Ayrıca bu Tüzük bir gruba açıklanan bilginin, bilgi suistimaline mahal vermemesi için hemen kamuya da açıklanması gerektiği kuralını getirmektedir. *Texas Gulf Sulphur* davasında²²⁴ mahkeme içsel bir bilgiyi öğrenenlerin ya bu bilgiyi açıklamaları ya da o bilgi kamuya açıklanana kadar o bilgiye ilişkin hiçbir işlem yapmamaları gerektiğini belirtmektedir.

Özellikle Enron skandalından sonra oradan da alınan dersler doğrultusunda 2002 tarihli SOX Kanunu, kamuyu aydınlatmaya ve ortaklıkların yönetimi ve ticaret yapmasına ilişkin çok çeşitli konularda değişiklikler öngörmüştür.²²⁵ Bu kanunla başlayan dönemden itibaren, denetim komitelerine daha çok sorumluluk yüklenmiş, yöneticilerin özen yükümlülüğü ağırlaştırılmış, daha önceki sıkıntıların yaşanmaması

²²² *Regulation FD* düzenlemeleri sonrasında belirli bir kesime gönüllü açıklama yapan, ortaklıktaki bazı kişiler (*company sources*) ardından aynı bilgiyi geniş halk kitlesine de bir şekilde açıklamak zorunda kalmışlardır, Choi/ Pritchard, s. 197-198; Gruner, s. 2. Bu durumun, Adil Kamuyu Aydınlatma Tüzüğü'nün 'adil kamuyu aydınlatma' amacındaki adilliği uygulamada da sağladığı doktrinde belirtilmiştir, bkz. Gruner, s. 2.

²²³ Marcus, s. 28; Canbaloglu, s. 60.

²²⁴ U. S. District Court, D. New York, SEC. v. Texas Gulf Sulphur Co., 258 F. Supp. 262, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P91, 805 (S.D.N.Y. Aug. 19, 1966), (<<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/258/262/1510735/>>, Erişim Tarihi: 29.05.2018).

²²⁵ Hazen, s. 809; Gruner, s. 1. Ancak yine de SOX Kanununun en önemli özelliği, uzun yıllar boyunca federe devletlerin düzenleme alanında kalan kurumsal yönetim konusunu, federal bir kanunla düzenlemesi açısından çok köklü değişiklikler getirmiştir.

için bir soruşturmada kaçınmak amacıyla belge yok etmeyi suç haline getirmiştir. Ayrıca bu kanunla, yarı kamusal yarı özel bir kurul olan PCAOB kurulmuş ve bu Kurul, denetim ortaklıklarını yıllık olarak denetlemekle ve bu ortaklıklara denetim yapabileceklerine dair lisans vermekle yetkilidir. Denetim ortaklıklarının aynı zamanda danışmanlık yapması hususuna sınırlandırmalar getirilmiştir. Bilgi suistimalinin engellenmesi için yöneticilere satışları iki gün içinde açıklama yükümlülüğü getirilmiş ve internet sitesinden belirli duyuruları bu şekilde yapmaya yönelik düzenlemeler yapılmıştır. SOX Kanunu, ortaklıklar için hukuka uygunluk bedeli olarak ağır yükümlülükler getirdiği için halka açılmayı düşünen bazı ortaklıkların bu uygulamadan vazgeçtiği tespit edilmiştir.²²⁶

SOX Kanunu döneminde bir ortaklığın kamuyu aydınlatma politikasının, kamuyu tam ve zamanında aydınlatma kuralına dayanması ve SOX Kanunu §409 hükmü uyarınca kamunun, 1933 ve 1934 tarihli Kanunlar döneminde yayımlanması gereken formlar kullanılarak eş zamanlı olarak aydınlatılması gerekmektedir. Kamuyu aydınlatma politikalarının amacı, yatırımcılara karşı temel bir sorumluluğun öngörülmesi ile serbest piyasada ortaklıkların her bilgiyi açıklamadan rekabet edebilmesi arasında bir denge kurmaktır. Ancak özel durum açıklamaları açısından SEC, her esaslı bilginin kamuya açıklanmasının daha önemli olduğunu düşünmektedir.²²⁷ Bilginin sadece internet sitesinde yayımlanması, SEC Kurallarına göre kamuya açıklama için yeterli olmamakta; bu bilginin ayrıca *Dow Jones*, *Reuters* veya *Bloomberg* hizmet sağlayıcılarına da hemen iletilmesi gerekmektedir. Sadece internette bilgi yayımlamak,

²²⁶ Marcus, s. 34; ortaklıkların, bu kanunun ciddi ölçüde getirdiği hukuka uyum (*compliance*) ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunmaktadır, Hazen, s. 809.

²²⁷ Marcus, s. 48-49.

mailler veya yıllık genel kurul toplantıları, tam ve adil bir kamuyu aydınlatma kabul edilmemektedir.²²⁸ SOX Kanunu ihraççılar açısından finans müdürü ve yöneticilerinin hukuka uyum yükümlülüğüne (*compliance*) ilişkin bir politika izleyip izlemediklerinin ve bu tür bir politikaları yoksa sebebinin, kamuya açıklanması zorunluluğu öngörmüştür.

Bankaların, müşterileri adına hisse senetlerini saklamaları halinde, onlar adına genel kurulda oy kullanma (*proxy*) hakkı vardır. Benzer şekilde ABD’de yöneticilerin genel kurullardan önce vekaletname toplayarak oldukça baskın bir konuma gelmesi sonucu artık vekaletname toplamak isteyen yöneticilerin bir vekaletname beyannamesi hazırlayarak SEC’e bunu iletmesi zorunlu hale gelmiştir.²²⁹

Son olarak da bir ortaklığın piyasadaki paylarını toplamak suretiyle yönetimini ele geçirme durumunda bu işin sessizce yapılması yerine, ilgili kişi veya kuruluş ilan yoluyla diğer pay sahiplerine duyuru yaparak onların paylarını uygun bir karşılıkla satın almak istediğini bildirmek zorundadır. ABD’de ortaklık için ilk şekilde sessizce hisse senedi toplanması ortaklığı ele geçirme (*takeover bid* veya *tender offer*), bunu yapan kişiler de şirket avcıları (*corporate raiders*) olarak adlandırılmaktadır. Ancak zamanla rekabeti sağlamak ve mevcut pay sahiplerini bilgilendirmek amacıyla ortaklık yönetimini ele geçirmek için hisse senetlerinin toplanmasının bir duyuru yoluyla yapılması zorunlu hale gelmiştir. Türk hukukunda bu durumda 6362 sayılı SPKn m. 26 uyarınca zorunlu çağrıda bulunma, kamuyu aydınlatma ilkesinin bir gereğidir.

Kamuyu aydınlatma düzenlemeleriyle ilgili sorumluluk, avukatların ve yatırım işleri danışmanının yardımıyla asıl olarak yöneticiler ve finans müdüründedir; çünkü bu

²²⁸ Konferans aramaları da eğer öncesinden kamuya ilan edilmişse ve herkesçe erişilebiliyorsa kurallara uygun bir tam ve adil kamuyu aydınlatma kabul edilmektedir, Marcus, s. 54-56.

²²⁹ Karşılı, s. 467.

kişiler, kamuya açıklanacak raporların doğruluğunu araştırmak ve onaylamakla yükümlüdürler. Yöneticiler, analizcilerin yorumlarını doğrulamakla ya da yalanlamakla yükümlü değildir.²³⁰ Dönemsel aydınlatma gereği finansal raporların kamuya açıklanmasında raporların dürüst resim ilkesine uygun olduğuna ilişkin sorumluluk beyanını, SOX Kanunu §302(a) uyarınca yönetim kurulu başkanı ve finans müdürü imzalamak zorundadırlar.

B. Avrupa Birliği Hukukunda

1. Genel Olarak

AB hukukunda kamuyu aydınlatmanın üçe ayrıldığı söylenebilir.²³¹ Öncelikle bir AB üye ülkesinde halka açılmak isteyen ortaklıklar ilk kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini, İzahname Tüzüğü uyarınca bir izahname yayımlayarak yerine getirirler. Sonrasında ise ikincil piyasalarda dönemsel ve *ad hoc* kamuyu aydınlatma ile kamunun aydınlatılması sağlanır. Burada Kamuyu Aydınlatma Yönergesi ihraççı ortaklıkların düzenli olarak finansal raporlarını açıklamalarını gerektirmektedir. Son olarak da ihraççıların mevzuatta düzenlenen hallerde özellikle içsel bilgiler oluştuğunda kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunmaktadır.

2. Avrupa Sermaye Piyasaları Birliği Süreci

AB, temelinde kömür ve çelik piyasalarını güçlendirmek için oluşturulmuş bir yapı olmakla birlikte, kurucu anlaşmalarından kabul edilen 1992 tarihli *Maastricht* Anlaşması'nda²³² sermaye piyasası hukukuna dair herhangi bir hedef açıkça yer

²³⁰ Canbaloğlu, s. 59; Marcus, s. 47-48.

²³¹ Veil (European Law), s. 278 vd.

²³² 1992 tarihli Avrupa Topluluğunu Kuran Anlaşma, Official Journal C 224, 31.08.1992.

almamaktaydı. Ancak yine de kuruluşundan kısa süre sonra Avrupa Komisyonu, bir topluluk sermaye piyasası oluşturulması ve üye ülkelerin mevzuatının bu alanda uyumlu hale getirilmesi için çalışmalara başlamıştır.²³³ AB çapında bir menkul kıymetler borsasının kuruluşu ve faaliyeti MiFID II²³⁴ ile düzenlenmiştir. Yönergeye göre, organize bir piyasada herhangi bir finansal aracın işlem görmesi halinde o ortaklık, halka açık anonim ortaklık veya borsa ortaklığıdır; ve bu ortaklığın finansal araçları, birden çok borsaya kote edilip buralarda işlem görebilir.

Avrupa sermaye piyasası hukukunun en temel ilkelerinden biri, *Segre* Raporunda²³⁵ belirtilen ve mahkeme kararlarıyla desteklenen kamuyu aydınlatma ilkesidir; nitekim bu alandaki yönergelerin çoğu da bu ilkeye ilişkindir.²³⁶ *Segre* Raporunda AB'nin sermaye piyasası hukukuna ilişkin temel hedeflerinden birinin kamuyu aydınlatma olduğu belirtildikten sonra, bilgilendirmenin üç temel ögesi olduğundan bahsedilmektedir.²³⁷ Buna göre ortaklığın kamuya kendini tanıtması, faaliyetleri ve finansal durumuna ilişkin bilgi akışını sürekli olarak sağlaması ve halka arz veya piyasalara başvuru gibi durumlarda önemli bilgileri ayrıntılı şekilde kamuya sunması gerekmektedir.

Sermaye piyasalarının ve izahname hukukunun AB çapında koordinasyonunun 1966 tarihinde bu raporda vurgulanması, uyum sürecinin öncelikle bu ilke üzerinden

²³³ Veil (European Law), s. 3, para. 1.

²³⁴ 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.

²³⁵ Segre Report, Development of A European Capital Market, Report of A Group of Experts Appointed by European Economic Community Commission, Brussels 1966. <http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev_Eur_Cap_Mkt_1966.pdf> (Erişim Tarihi: 02.11.2017).

²³⁶ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 179-180.

²³⁷ Segre Raporu, s. 230-234.

başladığının göstergesidir. Topluluk sisteminde sonrasında kamuyu aydınlatmaya yönelik olarak 1968 tarihli Birinci Ortaklıklar Hukuku Konsey Yönergesi²³⁸ ile bağlantılı 1977 tarihli Komisyon Önerisi²³⁹ ve 1976 yılında İkinci Ortaklıklar Hukuku Konsey Yönergesi²⁴⁰ çıkarılmıştır. Ancak bunlar tavsiye karar niteliğinde olup her üye ülkenin, kendi ulusal mevzuatında farklı bir düzenleme getirme imkanı bulunmaktadır.

Sermaye piyasası hukukuna ilişkin daha sonra AB Bakanlar Konseyi bazı Yönergeler²⁴¹ çıkarmıştır. AB’de düzenleyici işlemleri, resmi borsaların düzenlenmesinden, tüm düzenli piyasaların çeşitli araçlarla düzenlenmesi politikasına geçince, özellikle İzahname Tüzüğünden önce şeffaflık ilkesine ilişkin olarak çıkarılan 88/627/EC sayılı Yönerge ile sermaye piyasasında kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik olarak bir uyumlaştırma hareketi başlamış; bunu da çeşitli yönergeler takip etmiştir.²⁴²

²³⁸ 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.

²³⁹ 77/534/EEC: Commission Recommendation of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities.

²⁴⁰ 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.

²⁴¹ 2003/71/EC sayılı ve 4.11.2003 tarihli İzahname Yönergesi tarafından değiştirilen ve artık uygulamada olmayan söz konusu Avrupa Birliği Bakanlar Konseyi Yönergelerine dair ayrıntılı bilgi için bkz. 79/279/EEC sayılı ve 05.03.1979 tarihli Yönerge (The Council Directive on Coordinating the Conditions For the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing), 80/390/EEC sayılı ve 17.03.1980 tarihli Yönerge (The Council Directive on Coordinating the Requirements For the Drawing Up, Scrutiny and Distribution of the Listing Particulars to Be Published For the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing), 82/121/EEC sayılı ve 15.02.1982 tarihli Yönerge (The Council Directive on Information to Be Published on a Regular Basis By Companies the Shares of Which Have Been Admitted to Official Stock Exchange Listing), 88/627/EEC sayılı ve 12.12.1988 tarihli Yönerge (The Council Directive on the Information to Be Published When a Major Holding in a Listed Company is Acquired or Disposed of).

²⁴² Veil (European Law), s. 6-8, 287. Uyumlaştırma süreci kapsamında o dönemde kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin olarak çıkarılan yönergeler için bkz. 89/298/EEC sayılı ve 17.04.1989 tarihli Yönerge (Council Directive on coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public); bilgi

AB mevzuatında özellikle ortaklıklar hukukuna ilişkin olarak zamanla birçok değişiklik ve yenilikler yapılmaya başlanmış ve bunun için de bazı uzman gruplar oluşturularak tavsiye niteliğinde çalışmalar sürdürülmüştür.²⁴³ Birinci ve İkinci Ortaklıklar Hukuku Yönergelerini sadeleştirmek ve ortaklıklar hukuku ile sermaye piyasası hukukunun modernleştirilmesi için çeşitli önerilerde bulunmak üzere 1999 yılında bir çalışma grubu (*SLIM Working Group*) oluşturulmuştur.

Kamunun aydınlatılmasına ilişkin ortaklıklar hukuku uzmanlarından oluşan ilk grup olan *SLIM* Grubu, elektronik kayıt ve açıklamanın daha hızlı yapılması, kamuyu aydınlatma belgelerinin sadece ortaklığın merkezinin olduğu ülkede açıklanması ve arz yapılan ülkede fazladan belgenin istenmemesi gibi çeşitli önerilerde bulunmuştur.²⁴⁴ Ortaklıklar hukuku uzmanlarından oluşan ikinci grup 2001 yılında kurulmuş ve daha genel bir çalışma alanıyla görevlendirilmiştir. Uzman grubun başkanı (*Jaap Winter*) ile adlandırılan *Winter* Grubu, ortaklıkların ihtiyaçlarının teknolojik gelişmeler dikkate alınarak karşılanması ve AB ortaklıklar hukuku düzenlemelerinin modernleştirilmesi amacıyla bir yıl sonra bir rapor (*Winter Raporu*)²⁴⁵ hazırlamıştır. *Winter* raporunda, AB mevzuatında ortaklıklar hukukuna ilişkin düzenleme yapılacağı zaman kamuyu

suistimaline ilişkin 89/592/EEC sayılı ve 13.11.1989 tarihli Yönerge (Council Directive coordinating regulations on insider dealing); 93/22/EEC sayılı ve 10.5.1993 tarihli Yönerge (Council Directive on investment services in the securities field).

²⁴³ de Luca, N.: *European Company Law: Text, Cases and Materials*, CUP, Cambridge 2017, s. 66.

²⁴⁴ SLIM Grubu, Birinci Ortaklıklar Hukuku Yönergesine ilişkin dört öneride bulunurken İkinci Yönergeye ilişkin altı öneride bulunmuştur. Ayrıntılı bilgi için bkz. Recommendations by the Company Law Slim Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives – Conclusions submitted by the Company Law Slim Working Group, September 1999, <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/official/6037en.pdf> (Erişim Tarihi: 09.10.2015), s. 1-3. (SLIM Raporu).

²⁴⁵ Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Company Framework for Company Law in Europe, 4.11.2002, <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf> (Erişim Tarihi: 08.10.2015). (Winter Raporu).

aydınlatmaya yönelik kuralların çok güçlü bir araç olduğu ve kamuyu aydınlatma kurallarının, ortaklıkları en iyi uygulamayı (*best practice*) benimsemeye iteceği belirtilmektedir.²⁴⁶ Yine raporda ortaklıkların doğru, gerçeğe uygun, ilgili ve anlamlı bilgilerin açıklanması ve maddi hukuk kurallarına nazaran amaca daha çok hizmet edeceği için mevzuatın bu şekilde açıklama yükümlülüğü getirmesi gerektiğine dikkat çekilmektedir.²⁴⁷ Raporda ayrıca ortaklığın finansal raporlar gibi finansal olan veya yönetim kurulu yıllık faaliyet raporu gibi finansal olmayan değerlerine ilişkin açıklamalarında herhangi bir yanlışlık söz konusu olduğunda sorumluluğun yönetim kurulunun tamamında olması gerektiği vurgulanmıştır.²⁴⁸

Bu sırada finansal hizmetlerin serbestleşmesine yönelik *White Paper*²⁴⁹ hazırlanmıştır. Buna göre ilk aşamada fiziksel, ikinci aşamada teknik ve son aşamada da ekonomik bariyerler yıkılmalıdır. 1992 tarihine kadar AB çapında ortak bir sermaye piyasası hukuku oluşturulması amaçlanmıştır. Bu şekilde 1982 yılında Kopenhag'da toplanan Avrupa Konseyi, bu amacı birincil öncelikleri halinde getireceğini açıkça ifade etmiştir.²⁵⁰ Fiziki bariyerlerin varlığı en çok ülkeler arası ticaret yapan tacirlere yararırken, bu bariyerlerin teknik engellerin aşılması sonucu yıkılması ile yatırımcının piyasayı daha evrensel boyutta algılaması ve daha rekabetçi bir ortamın oluşması söz konusu

²⁴⁶ Winter Raporu, s. 33.

²⁴⁷ Winter Raporu, s. 34.

²⁴⁸ Raporda ayrıca zorunlu *ad hoc* aydınlatılma açısından bu tavsiyeye bir istisna getirilmesi gerektiğini de belirtmiştir. Ancak yine de açıklamanın yönetim kurulunun tamamının izinine bağlanması suretiyle bu tür açıklamalar için de toplu sorumluluk söz konusu olabilecektir. Bkz. Winter Raporu, s. 67-68.

²⁴⁹ Completing the Internal Market, White Paper from the Commission to the European Council (Milan, 28-29 June 1985), COM (85) 310 final, 14 June 1985.

²⁵⁰ White Paper, s. 5, para. 7.

olacaktır.²⁵¹ Gümrük uygulamasının kaldırılması ise şüphesiz mali anlamda var olan bariyerlerin kalkmasına yardımcı olacaktır.²⁵² Bu şekilde AB çapında ortak bir sermaye piyasası oluşturma yönünde bir adım atılmaktadır.

AB’de sermaye piyasası hukukunun uyumlaştırılması hareketinin başka bir köşe taşı olarak oluşturulan *Lamfalussy* Komitesi tarafından 2001 tarihinde hazırlanan raporda²⁵³ kamuyu aydınlatmaya ilişkin kuralların üye ülkelerin mevzuatında oldukça değişiklik göstermesinin ve AB düzenlemelerinin ulusal hukuka aktarılması esnasında gerçekleştirilen kanunlaştırma hareketlerinin, AB sermaye piyasası birliğinin oluşturulmasının önündeki en büyük engel olduğu vurgulanmıştır.²⁵⁴ Sonuçta da bu husustaki uyumun sağlanması için dört aşamalı bir süreç önerilmiştir:²⁵⁵ (i) AB mevzuatında kapsamlı şekilde yer alacak ilkelerin ve çerçeve mevzuatın oluşturulması; (ii) ilk aşamada çıkarılacak yönergelerin içlerinin doldurulması amacıyla çeşitli yönerge ve tüzüklerin çıkarılması ve yeni bir borsa komisyonu oluşturulması; (iii) bir önceki aşamada kurulan Komisyonun, Pan-Avrupa Rehberleri ve Tavsiyeleri ile uyumlu yorumlar oluşturması ve üye ülkeler arasında gelişmiş bir işbirliği kurulması; (iv) ve son olarak da ESMA’nın, ilk iki aşamanın ulusal hukuklarda tamamlanıp tamamlanmadığını kontrol ederek AB sermaye piyasası hukukunun güçlendirilmesini sağlaması gerekmektedir.

²⁵¹ White Paper, s. 6-7, para. 13

²⁵² White Paper, s. 41, para. 160 vd.

²⁵³ Final Report on Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 15 February 2001. Brussels. (Lamfalussy Raporu).

²⁵⁴ Fechner/ Tipton, s. 3.

²⁵⁵ Lamfalussy Raporu, s. 83, 93-95.

Lamfalussy Komitesinin önerileri doğrultusunda AB sermaye piyasası hukukunda dört çerçeve yönerge oluşturulmuştur.²⁵⁶ Özellikle *ad hoc* aydınlatma hükümleri sebebiyle kamuyu aydınlatmaya ilişkin önemli bir adım olarak kabul edilen²⁵⁷ 2004 tarihli MAD,²⁵⁸ halka arzlarda çıkarılacak izahnamenin içeriğine ve sorumluluğa ilişkin 2003 tarihli İzahname Yönergesi (*Prospectus Directive*),²⁵⁹ periyodik kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümler içeren 2004 tarihli Kamuyu Aydınlatma Yönergesi (*Transparency Directive*),²⁶⁰ ve içsel bilginin kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeler getiren 2004 tarihli MiFID I.²⁶¹ Ancak salt menkul kıymetlere ilişkin bir komitenin oluşturulması aşaması, ESMA'nın kurulması ile 2010 yılını bulmuştur.

Bu çerçeve düzenlemelerde sonrasında bazı değişiklikler yapılmış ve AB çapında tam uyumun sağlanması için MAD yerine 2014 yılında çıkarılan MAR²⁶² ile bilgi suistimalinin yasaklanmasına, piyasanın kötüye kullanılmasının engellenmesine ve içsel bilgilerin açıklanmasına ilişkin hükümler varlığını korumuştur. Ancak MAR, bilginin hukuka uygun şekilde kamuya açıklanmamasından ötürü doğabilecek hukuki

²⁵⁶ Veil (European Law), s. 10.

²⁵⁷ Veil (European Law), s. 11.

²⁵⁸ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).

²⁵⁹ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 04 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.

²⁶⁰ 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.

²⁶¹ 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.

²⁶² 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.

sorumluluk konusunda herhangi bir düzenleme getirmemektedir; bu hususta üye ülkeler kendi iç hukuklarında düzenleme getirebileceklerdir.²⁶³ Kamuyu Aydınlatma Yönergesi ile ihraççıların kamuya açıklamaları gereken dönemsel ve sürekli bilgilere ilişkin kuralların uyumlaştırılması, yatırımcının korunması ile piyasalarda etkinliğin artırılması amaçlanmaktadır. İzahname Yönergesi, 2017 yılında İzahname Tüzüğü²⁶⁴ ile kaldırılmış ve AB içerisinde izahnamenin oluşturulması, onaylanması ve kamuya duyurulması süreçlerinde İzahname Tüzüğünde düzenlenen kurallar anlamında mutlak bir uyum sağlanmıştır.

Son olarak ise Avrupa'da bu alanda bütünleşmenin sağlanması için, AB'den daha çok yatırım yapılabilmesi, AB çapında finansal ve yatırım projeleri arasındaki bağın güçlendirilmesi, finansal sistemin daha güçlü kılınması ve finansal bağların derinleştirilmesi amacıyla 2015 yılında Sermaye Piyasaları Birliği Eylem Planı²⁶⁵ hazırlanmıştır. Bu eylem planının ortaya koyduğu adımlardan olan İzahname Yönergesinin yenilenmesi ve değiştirilmesi amacıyla Avrupa Komisyonu tarafından 30 Kasım 2015 tarihinde bir İzahname Tüzüğüne çıkarılmasına ilişkin teklif yapılmış ve söz konusu Tüzük de 2017 yılında çıkarılmıştır. Her ne kadar AB düzenlemelerinin doğrudan iç hukuka aktarılması uygulamasından (*gold-plating*) kaçınılması gerektiği

²⁶³ Veil (European Law), s. 221, para. 102.

²⁶⁴ 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.

²⁶⁵ Action Plan on Building A Capital Markets Union, Communication From the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 30.09.2015, COM/2014/0468 Final.

düşünülse de MAR ve İzahname Tüzüğü'nün çıkarılmasının ardından, piyasalarda bu alanlarda önemli ölçüde uyum sağlanmaya başlamıştır.²⁶⁶

Kamuyu Aydınlatma Yönergesinde üye ülkelere bazı maddelerde açıkça tanınan serbest düzenleme yapma yetkisinin aksine bu iki Tüzük, üye ülkelere yerel kanunlar çıkarma yetkisi tanımaktan oldukça uzaktır ve en üst düzeyde uyumu gerektirir.²⁶⁷ Ancak Kamuyu Aydınlatma Yönergesi çerçevesinde, üye ülkelerin hala kanun yapma yetkisi bulunduğu için bu Yönergenin düzenleme alanına giren konularda tam anlamıyla bir uyumun sağlanması mümkün değildir. Üye ülkelere yerel kanun yapma yetkisinin tanınması rekabete (*regulatory competition*) sebep olarak ilgililerin hangi hukuk kuralına tabi olacaklarını seçme imkanını artırır.²⁶⁸ Sonuç olarak ise AB'deki sermaye piyasaları birliği süreci doğrultusunda AB çapında yeknesak uygulanacak kamuyu aydınlatma kurallarının kabul edilmesine ilişkin süreç de başlamıştır. Bunun en önemli ve son örneğini yeni çıkarılan İzahname Tüzüğü oluşturmaktadır. Günümüz itibariyle AB çapında Sermaye Piyasaları Birliği'nin bütünleşme ve derinleşme süreci hala devam etmektedir.

²⁶⁶ Gerner-Beuerle, C.: *United in Diversity Maximum Versus Minimum Harmonization in EU Securities Regulation*, CMLJ 2012, V. 7, N. 3, s. 317 ve 321.

²⁶⁷ Gerner-Beuerle (Harmonization), s. 324-326, yazar ayrıca bu Kamuyu Aydınlatma Yönergesinin en düşük seviyede uyumu gerektiren maddelerinden ötürü eleştirildiğini bildirmektedir.

²⁶⁸ Gerner-Beuerle (Harmonization), s. 318-320, yazar burada, rekabetçi federalizm ve yansıtıcı uyum olarak iki tarz düzenleyici rekabet türü olduğunu belirttikten sonra, AB piyasalarında rekabetçi federalizm (*competitive federalism*) olduğunu belirtmektedir.

3. Kamuyu Aydınlatma Mevzuatı

a. İzahname Tüzüğü

aa. Tüzük'ün Getirdiği Düzen

AB'deki kamuyu aydınlatma sistemi, Türk hukukuyla benzer doğrultuda üç şekilde ifade edilmektedir: öncelikle halka arzlarda izahnameyle, ikinci olarak dönemsel kamuyu aydınlatma uyarınca ara dönemlerde verilen raporlar ve yıllık mali tablolarla ve son olarak da özel durumların açıklanmasıyla kamuyu aydınlatma sağlanır. Piyasanın kötüye kullanılmasını önlemek için geliştirilen sisteminin temelinde bilgi suistimalini önleme ve piyasalardaki bilgilerin düzenli olarak kamuya açıklanmasını sağlama amacı yatmaktadır.²⁶⁹ Ancak MAR ile kamuya açıklanan bilgilerin düzenli aralıklarla güncellenmesi ve anlaşılabilir bir bütün içerisinde yatırımcıya sunulması da Kamuyu Aydınlatma Yönergesinde öngörülen finansal raporlar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.²⁷⁰

Halka arzlarda izahname yayımlama yükümlülüğü ilk kez 1979 yılında getirilmiş olsa da birçok reformdan sonra 2003 yılında bu yükümlülüğe ilişkin kurallar bir yönergede toplanmıştı.²⁷¹ Bu İzahname Yönergesinin²⁷² uygulanmasını açıklamak üzere ikincil düzenlemelerle²⁷³ detaylı hükümler getirilmişti. 2010 yılında ise İzahname

²⁶⁹ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 183.

²⁷⁰ Burn, L.: *Disclosure in the EEA Securities Markets-Making Sense of the Puzzle*, CMLJ 2008, V. 23, N. 2, s. 149-150.

²⁷¹ Veil (European Law), s. 283.

²⁷² Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 04 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.

²⁷³ Bkz. 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.

Yönergesine yönelik olarak bir değişiklik yapılmıř²⁷⁴ ve izahnameye yatırımcı için önemli olan anahtar bilgilerden oluşan özet kısmının eklenmesi kuralı getirilmişti. Son olarak da 2015 yılında ihraççıların sermayeye ve yatırımcının da bilgiye kolay erişimini sağlamak için Yönergede değişiklik yapılması teklif edilmişti.

İzahname Yönergesinin bağlayıcı düzenlemeler öngörmemesi sonucunda izahnamenin şekli, denetimi, süresi gibi konularda farklı ulusal düzenlemeler olması uyumu sağlama ve birlikte yatırımcıların eş düzeyde korunması amacına ters düşmekteydi.²⁷⁵ 2018 yılına kadar uygulanması ertelenen İzahname Tüzüğü,²⁷⁶ AB çapında sermaye piyasası birliğini sağlamak adına uyumlaştırma doğrultusunda atılan önemli bir adımdır. AB çapında halka açılacak ortaklıkların ilk halka arzlarında düzenlemeleri gereken izahnamelerle ilgili olarak İzahname Tüzüğü çıkarılmıştır. İzahname Tüzüğünün amacı, yatırımcının korunmasını ve piyasanın etkin bir şekilde işleyişini sağlamaktır. Böylece, izahnamenin düzenlendiği durumlarda, bu izahnamenin kamuya duyurulmasındaki yönteme ilişkin kuralların uyumlu hale getirilmesi sağlanacaktır.

bb. İzahnamenin Yayınlanmasına İlişkin Hükümler

İzahname Tüzüğü m. 3(1) uyarınca bir menkul kıymet, halka arz edilirken veya düzenli bir piyasada işlem görmeye başladığında izahname düzenleme zorunluluğu getirilmiş; aynı maddenin ikinci fıkrasında ise bu zorunluluğun istisnalarına

²⁷⁴ Bkz. Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 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.

²⁷⁵ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 184-185.

²⁷⁶ 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.

değnilmiştir. Buna göre, arzın İzahname Tüzüğü m. 15'teki bildirim tabi olmaması ve bir yıllık dönemde toplamda 8.000.000,00 €'dan daha az miktarlarda arz yapılması gibi durumlarda izahname düzenleme zorunluluğu yoktur. İzahname Tüzüğü m. 6'da izahnamenin asgari içeriği ve izahnamede kullanılacak dil de düzenlenmiştir. Menkul kıymetlerini halka arz edecek ihraççıların kamuya açıklaması gereken bilgilerin, objektif şekilde sunulması, kolay tahlil edilebilir ve anlaşılabilir olması gerekir. Buna göre, izahnamenin dili açık, anlaşılır ve kolay analiz edilebilir olmalıdır ki yatırımcının bilgi düzeyi de o oranda artabilsin.²⁷⁷ Çıkarılacak izahnamede, ihraççıya ve arz edilecek menkul kıymetlere ilişkin tüm bilgilerin, bu kıymetin özellikleri ve değerine ilişkin özet bölümünün yer alması ve bunların anlaşılabilir bir dilde hazırlanması gerekmektedir.

İzahname Tüzüğünde, İzahname Yönergesinden farklı bir yaklaşım yer almakta ve hangi menkul kıymetler için ne tür bilgilerin istendiğini göstermek üzere Tüzük ekinde listeler sunulmaktadır. Dolayısıyla izahnamenin asgari içeriğinin, halka arz edilecek sermaye piyasası aracının türüne göre belirlenmesi ve belirli matbu bilgilerin oluşturulması yaklaşımı (*bookbuilding approach*) İzahname Tüzüğünde benimsenmiştir.²⁷⁸

İzahname format açısından İzahname Tüzüğü m. 6(3) uyarınca gerek tek bir belge olarak²⁷⁹ gerekse de kayıt belgesi, menkul kıymetler notu ve özel nottan oluşmak üzere üç ayrı belge olarak düzenlenebilir. Tek bir belge olarak hazırlanması halinde, izahnamede bulunması gereken özet bölümü (ilk olarak 2010/73/EC sayılı Yönerge ile

²⁷⁷ Çetin, N.: *Avrupa Birliği Hukukunda İzahnamenin Etkinliğini Sağlamaya Yönelik Mekanizmalar*, Sermaye Piyasası Dergisi 2010, V. 2, s. 59.

²⁷⁸ Bkz. İzahname Tüzüğü m. 3(1), 12, 18, 19 ve 20; ayrıca bkz. Veil (European Law), s. 297.

²⁷⁹ Tek bir belge olarak çıkarılacak izahnamede ise içindekiler, özet, risk faktörleri, ihraççıya ilişkin bilgiler, ihraç edilen sermaye piyasası aracına ilişkin bilgiler ve diğer bilgiler bölümleri yer almalıdır.

yapılan değişiklikten sonra İzahname Yönergesinde ve sonrasında da) İzahname Tüzüğü m. 7'de yerini almıştır. İzahnamede, başka belgelere atıfta bulunmak suretiyle de bazı bilgilerin yer alması mümkün iken bu atıfların özet kısmında bulunmaması gerekmektedir.²⁸⁰ İzahnamenin birden çok belge olarak hazırlanması halinde ihraççıya ilişkin bilgileri içeren kayıt belgesi, on iki ay boyunca geçerli iken diğer iki belge her arzda ayrı ayrı hazırlanmalıdır. Ancak ihraççılar, ulusal birimlere kayıt yaptırırken kayıt belgesi olarak yıllık raporlarını kullanmak istemektedir ki bu da piyasa katılımcılarının, ABD'de olduğu gibi bütünleştirilmiş kamuyu aydınlatma sistemi ihtiyacını hissettiklerini göstermektedir.²⁸¹ Ayrıca hisse senedi dışındaki bazı menkul kıymetlerin arzında izahname yerine, ihraççıya ve arz edilen menkul kıymetlere ilişkin aynı ilgili bilgilerden oluşan, ancak sadece arzın son koşullarının yer almadığı temel izahname çıkarılabilir. İzahname Tüzüğü m. 8 hükmünde temel izahnameye (*the base prospectus*) ilişkin ayrıntılı düzenlemeler getirilmiştir.

İzahnamelerin ilan edilmesi İzahname Tüzüğü m. 20 uyarınca ilgili üye devletin idari otoritelerinin onayına tabi kılınmıştır ve izahnameler, m. 10'a göre ilgili idari otorite tarafından onaylanmadıkça yayımlanmaz. Bu idari otorite tarafından izahnameye onay verilmesi işlemi izahnamenin *ex ante* denetimidir.²⁸² Yetkili idari otorite, ihraççının hiçbir menkul kıymeti borsada işlem görmüyorsa yirmi gün; diğer durumlarda on gün içerisinde taslak izahnamenin onaylanıp onaylanmadığına ilişkin kararını vermek zorundadır. İzahname Tüzüğü m. 20(2)(2) uyarınca yetkili otorite tarafından herhangi bir

²⁸⁰ İzahname Tüzüğü m. 7(11). Aslında izahnamenin atf suretiyle bilgi içermesi genel olarak yıllık veya ara dönem finansal raporlardaki veya birleşme vb. bazı işlemler için hazırlanan belgelerdeki bilgiler için geçerlidir, Veil (European Law), s. 297.

²⁸¹ Franx, J. P.: *Disclosure Practices under the EU Prospectus Directive and the Role of CESR*, CMLJ 2007, V. 2, N. 3, s. 301.

²⁸² Veil (European Law), s. 300.

cevap verilmemesi izahnamenin onaylanmadığı anlamına gelir ve gerekli belgelerin eksik olması durumunda yetkili otorite tarafından verilen süre sonunda belgeler tamamlanmadıysa İzahname Tüzüğü m. 20(5) gereğince izahnamenin onaylanmasının reddedilmesi söz konusu olmaktadır. Onaylandığında, en geç arz ya da işlem görme günü olmak üzere izahname hemen yayımlanmak zorundadır. Bir kere onaylanan bir izahnamenin geçerlilik süresi, meydana gelen değişiklikler işlendiği sürece, on iki aydır.

İzahname Yönergesinde öngörülen kamuyu aydınlatma sistemine göre ortaklıklar tüm önemli bilgileri, izahnamede meydana gelen tüm değişiklikleri düzenli bir şekilde kamuya açıklamak zorundaydı.²⁸³ Yönergenin önceki halinde m. 10 uyarınca ihraççıların izahnamenin geçerlilik süresi boyunca halka açıkladıkları veya meydana gelen son olaylara dair bilgileri içeren yıllık bir rapor yayımlamaları gerekmekteydi. Ancak bu yükümlülük ağır bir şekilde eleştirildiği için 2010/73/EC sayılı Yönergede yapılan değişiklikle bu yükümlülük kaldırılmış²⁸⁴ ve yerine, izahnamenin geçerlilik süresince meydana gelen değişiklik veya ortaya çıkan yeni durumlar için ek formların kamuya açıklanması uygulaması benimsenmiştir. Dolayısıyla bu değişiklikler, İzahname Tüzüğü m. 20(4) ve 23 uyarınca ek formlar (*supplements*) kullanılarak en geç on işgünü içerisinde izahnameye eklenmeli ve kamuya duyurulmalıdır. Bu aşamadan sonra yatırımcı, kamuya yapılan açıklamadan sonraki iki işgünü içerisinde izahname dolayısıyla yapmış olduğu anlaşmadan vazgeçebilecektir.²⁸⁵

²⁸³ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 205-206.

²⁸⁴ Elseni, J. R./ Jäger, L.: *Revision der Prospekttrichtlinie- Ein erster Ausblick*, BKR 2008, s. 459-461.

²⁸⁵ İzahname Yönergesi m. 17. 2010/73/EC sayılı Yönerge ile yapılan değişiklikten önce, yatırımcının ek formların kamuya duyurulmasından hemen önce işlem yaptığı sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak sözleşmeden vazgeçme imkanı mevcuttu. Ancak buradaki sürenin kısa olması, doktrinde bazı yazarlarca eleştirildiği için İzahname Yönergesinden yapılan son değişiklikle bu süre uzatılmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Veil (European Law), s. 292-293.

Kamuyu aydınlatma kurallarında önceden karşılıklı anlayış ve tanıma hakimken; İzahname Yönergesi m. 18 ile Avrupa Pasaportu (*European Passport*) adıyla farklı bir uygulama getirilmiştir ve bu uygulama İzahname Tüzüğü m. 24 ila 26 hükümleriyle korunmuştur: İzahnamenin düzenlendiği ülke hukukuna uygun olması ve onaylanmasının ardından, başka üye ülkelere de ‘bildirim’de (*notification*) bulunarak aynı izahnamenin, bir daha onaya tabi olmaksızın kullanılabilmesi mümkündür. Diğer bir ifade ile izahnamenin, asıl olarak hazırlandığı üye ülkede onaylanması durumunda diğer üye ülkelerde onaya ihtiyaç duyulmadan bu izahname kullanılabilir, ancak bu hususun, yatırımcının korunması amacına ters düştüğüne yönelik doktrinde eleştiriler mevcuttur.²⁸⁶ Yine de ESMA raporuna göre *Air Berlin*’in halka arzında olduğu gibi bu uygulama, pratikte kullanılmaktadır.²⁸⁷

İzahname Tüzüğü m. 27 uyarınca üye ülkelerde halka arz gerçekleşecekse izahname, kaynak ülke tarafından tanınan bir dilde; AB dışı bir ülkede arz yapılacaksa üye ülkelerin yetkili kurumlarınca tanınan veya uluslararası finans çevresinde yaygın olan bir dilde yayımlanmalıdır. Ancak geçerli dilin hangisi olacağı hususu da tartışmalara sebep olmaktadır; bazı yazarlar bu dilin İngilizce olduğunu ileri sürmekteken²⁸⁸ bazıları da bu maddede bölgesel dilin kastedildiğini düşünmektedirler. Ancak bu geçerli dilin, bölgesel dil olduğunu kabul edersek Tüzük ile ulaşılmak istenen

²⁸⁶ Mattil, P./ Möslin, F.: *The Language of the Prospectus Europeanisation and Investor Protection*, Butterworths Journal of Int. Ban. and Fin. L. 2008, V. 23, N. 1, s. 27; Çetin, N.: *Avrupa Birliği Hukukunda İzahnamenin Etkinliğini Sağlamaya Yönelik Mekanizmalar*, Sermaye Piyasası Dergisi 2010, V. 2, s. 58.

²⁸⁷ ESMA, Report of EEA Prospectus Activity in 2015, 28 July 2016, 2016/ESMA/1170, s. 18-22. 2006 yılında rekabet kapasitesini artırmak amacıyla Air Berlin, Birleşik Krallık anonim ortaklığı haline gelmiştir. Ortaklık, Birleşik Krallık’ta yaptıkları halka arzı müteakip BaFin’e de bildirim göndererek ortaklık hisselerinin Frankfurt borsasında bir kere daha izahname düzenlemeksizin işlem görmesini sağlamıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Veil (European Law), s. 288.

²⁸⁸ Pellegrini, M.: *The Critical Analysis of the Prospectus Directive*, European Business L. Rev. 2006, V. 17, N. 6, s. 1688.

izahnamenin AB üye ülkelerinde serbestçe dolaşımı amacına ters düşülmüş olacağı için²⁸⁹ izahnameler artık genellikle İngilizce hazırlanmaktadır.²⁹⁰ Diğer taraftan da İzahname Tüzüğü m. 27 uyarınca izahnamenin işleme koyulacağı ülke, sadece özet kısmının kendi diline çevrilmesini isteyebilecektir.

b. Kamuyu Aydınlatma Yönergesi

aa. Yönerge'nin Getirdiği Düzen

Kamuyu Aydınlatma Yönergesi²⁹¹ uyarınca menkul kıymetleri resmi borsa kotuna kabul edilen ortaklıkların yıllık bütçe ve finansal raporlarını gecikmeksizin kamuya açıklamak zorunlulukları bulunmaktadır. Bu düzenleme ise Avrupa sermaye piyasası hukukunda zorunlu kamuyu aydınlatmanın başlangıcı olmuştur²⁹² ve dönemsel kamuyu aydınlatmayı düzenlemektedir. Dönemsel kamuyu aydınlatma, sermaye piyasalarına düzenli olarak belirli bilgilerin aktarılmasıdır ki bu kavram, ilk kez 1979 tarihinde 79/279/EEC sayılı Konsey Yönergesinde²⁹³ kullanılmıştır.²⁹⁴ Ancak Dördüncü Ortaklıklar Hukuku Yönergesi,²⁹⁵ yıllık bütçe ve finansal raporların kamuya açıklanması

²⁸⁹ Mattil/ Möslein, s. 27.

²⁹⁰ Veil (European Law), s. 298.

²⁹¹ 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.

²⁹² Brinckmann, H.: *Periodic Disclosure*, Chapter 18, European Capital Markets Law (Veil, R. (Ed.)), 2. Edition, Bloomsbury Publishing, Oxford 2017, s. 313, para. 1.

²⁹³ The Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 on Coordinating the Conditions For the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing. Söz konusu Yönerge daha sonra çıkarılan yönerge ile uygulamadan kaldırılmıştır: 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.

²⁹⁴ Brinckmann, H.: *Periodic Disclosure*, Chapter 18 (Veil, R. (Ed.): European Capital Markets Law, 2. Edition, Bloomsbury Publishing, Oxford 2017), s. 312, para. 1.

²⁹⁵ 25.07.1978 tarihli ve 78/660/EEC sayılı Dördüncü Konsey Yönergesi (Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty on the annual accounts of certain types of companies) m. 47(1)

zorunluluğuna ilişkin kuralların, AB apında uyumlaştırılmasını halihazırda sağlamış olduğu için 79/279/EEC sayılı Konsey Yönergesi ile aynı konuda dualistik düzenleme yapılmıştır.²⁹⁶ 1982 yılında ise o zamana kadar henüz düzenleme konusu yapılmamış altı aylık ara finansal raporların kamuya duyurulmasına ilişkin bir yükümlölük 82/121/EEC sayılı Konsey Yönergesi ile getirilmiştir.²⁹⁷ Bu Yönerge, *Segre* Raporunda belirtilen, bilginin sürekli akışının sağlanmasına yönelik yapılması gereken düzenlemelerin gerçekleştirilmesi için hazırlanmıştır.²⁹⁸

Kamuyu aydınlatmaya ilişkin kuralların geliştirilmesine ilişkin olarak 1999 yılında yapılan Finansal Hizmetler Eylem Planında (*Financial Services Action Plan*) salt bu konuda bir yönergenin yapılmasının önemi vurgulanmış; sonrasında ise *Lamfalussy* Raporunda daha etkin bir yasal düzenleme ile dört aşamada bu amaca ulaşılması önerilmişti.²⁹⁹ Nihayet 2004 yılında Kamuyu Aydınlatma Yönergesi, AB sermaye piyasası hukukunun dördüncü çerçeve yönergesi olarak çıkarılmıştır. Kamuyu Aydınlatma Yönergesinin bazı hükümlerinin uygulanmasını göstermek ve detaylı başka düzenlemeler getirmek amacıyla bu Yönergenin altında ikincil nitelikte başka yönergeler de çıkarılmıştır.³⁰⁰

²⁹⁶ Brinckmann, s. 313, para. 2.

²⁹⁷ 82/121/EEC sayılı ve 15.2.1982 tarihli Konsey Yönergesi (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); Brinckmann, s. 313, para. 3.

²⁹⁸ Segre Raporu, s. 228-229.

²⁹⁹ Kamuyu Aydınlatma Yönergesi, Recital 3; Brinckmann, s. 314, para. 4.

³⁰⁰ Bkz. Level 2 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.

Hala yürürlükte olan Kamuyu Aydınlatma Yönergesi ile kamuyu aydınlatma belgeleri konusunda bir düzenleme yapıp AB çapında uyum sağlanmaya çalışılmıştır. Buna göre, menkul kıymetleri, üye ülkelerdeki borsaların kotuna alınan yabancı uyruklu ortaklıklar da Yönergedeki düzenlemelere uymakla yükümlüdür. Bir üye ülkede ihraç edilen kıymetli evrakın diğer üye ülkelerin borsalarına kote edilmesi imkanı, işletmeye yeni pazarlar sağlaması ve yatırımcının AB üye ülkelerinde aynı düzeyde korunması amacına hizmet etmektedir.³⁰¹

Kamuyu Aydınlatma Yönergesi uyarınca bir sermaye piyasası aracı borsaya kote olan ortaklıkların kar-zarar hesabından oluşan yıllık mali raporları, faaliyet raporları, özel durum açıklamaları ve pay değişim oranları kamuya duyurulmak zorundadır. Borçlanma araçları ve hisse senedi kota alınan ortaklıklar, yıllık mali tabloları, faaliyet raporları ve özel durum açıklamaları konusunda her üye ülkeye de aynı bilgiyi sunma zorunluluğu altındadırlar. Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 89 uyarınca oy hakkı veren payların sahipliğinin belirli sınırları aşması halinde bildirim yükümlülüğü de mevcuttur. Buna göre bir pay sahibi, oy oranları %10, %20, 1/3, %50 veya 2/3 sınırına ulaşırsa, bu durumu, ortaklığa ve yetkili otoriteye yedi gün içinde bildirmesi zorunludur. Ortaklık da bu durumu, kendisinin veya kamunun menfaatleri zarar görmeyecekse, dokuz gün içerisinde kamuya duyurur.

bb. Finansal Raporların Açıklanması

aaa. Genel Düzen

Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 32(5) hükmünün ilk halinde, yıllık finansal raporlar, altı aylık finansal raporlar, üç aylık finansal raporlar ve yönetim kurulu

³⁰¹ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 184.

tarafından verilen ara dönem sorumluluk beyanı olmak üzere toplamda dört farklı raporun kamuya açıklanması yükümlülüğü mevcuttu. Ancak bu yükümlülük sebebiyle Yönerge birçok eleştiriye maruz kalmış; sonrasında da 2013 yılında değiştirilerek finansal raporların açıklanmasına ilişkin kamuyu aydınlatma sistemine oldukça yabancı kalan ara dönem sorumluluk beyanı kaldırılmıştır.³⁰² Böylece üç aylık finansal raporlar da Kamuyu Aydınlatma Yönergesi'nin düzenleme alanından çıkmış; sadece yıllık ve altı aylık ara dönem finansal raporların açıklanması, kamunun aydınlatılması açısından yeterli görülmüştür.³⁰³ Son durumda, dönemsel kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kapsamında finansal raporların açıklanması ve bu şekilde yatırımcının davranışlarına yön verilmesi söz konusudur.³⁰⁴ Kamuyu Aydınlatma Yönergesi'nin finansal raporların kamuya açıklanmasına ilişkin hükümleri AB üye ülkelerinin ulusal mevzuatlarına neredeyse tek tek alınmış; bu konuda AB çapında uyum büyük oranda sağlanmıştır.³⁰⁵

Kamuya açıklanacak finansal raporların duyurulmasına ilişkin olarak AB hukukunda sadece iki genel kural yer almaktadır. Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 19 ve 21(1) uyarınca kamuya yapılacak açıklamaların iki aşamada gerçekleşmesi gerekir: Finansal raporlar öncelikle ihraççı ortaklığın kendi internet sitesinde yayımlanır ve bu hususa ilişkin duyuru da, bilginin kamuya etkin bir şekilde yayılmasını sağlayacak basın

³⁰² Brinckmann, s. 315, para. 6. Bu Yönergede değişiklik yapan Yönerge için bkz. Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and Commission Directive 2007/14/EC laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC.

³⁰³ Bununla ilgili olarak daha sonra bir yönerge çıkarılmıştır. Brinckmann, s. 317, para. 11 ve s. 328, para. 40.

³⁰⁴ Brinckmann, s. 316, para. 9.

³⁰⁵ Brinckmann, s. 320, para. 19 ve s. 331, para. 47.

yayın organları aracılığıyla halka bildirilir. Dolayısıyla internet, finansal tabloların kamuya açıklanmasında öncelikli bir araçtır. İkinci olarak ise üye ülkelerin, bu raporlar için kamunun kullanımına açık resmi bir depolama mekanizması oluşturması yükümlülükleri çerçevesinde finansal raporlar, ülkemiz açısından KAP'a eşdeğer bir ulusal merkezi depolama sistemine iletilmek zorundadır. Bu düzenlemeler dışında Kamuyu Aydınlatma Yönergesinde herhangi bir şart bulunmadığı için üye ülkelerin ulusal mevzuatında oldukça farklı düzenlemelere rastlanmaktadır.

bbb. Türleri

aaaa. Yıllık Finansal Raporlar

Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 4 ve 5 uyarınca tüm ihraççıların, yıllık finansal raporlarını; payları ve borçlanma araçları kota alınan ortaklıkların ise ayrıca ara dönem finansal raporlarını kamuya açıklamaları gerekmektedir. Yıllık finansal raporlar, Yönerge m. 4(1) uyarınca her finansal yılın bitiminden itibaren en geç dört ay içinde açıklanmak zorundadır.

Yıllık finansal raporlar, denetimden geçmiş finansal tablolar, faaliyet raporu ve sorumluluk beyanından oluşmaktadır. Finansal raporlara ilişkin kişisel sorumluluğu arttırmak için, ABD hukukunda SOX Kanunundan esinlenilerek Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 4(2)(c) ve 5(2)(c)'ye bütçeye ilişkin sorumluluk beyanı uygulaması getirilmiştir.³⁰⁶ Buna göre ihraççı ortaklıktaki sorumlu kişilerin, kendi ad-soyad ve unvanlarını içeren, yıllık ve altı aylık ara dönem finansal raporların dürüst resim ilkesine ve belirli standartlara uygun olarak hazırlandığını belirten beyanlarını hazırlamaları gerekmektedir. Söz konusu bu sorumluluk beyanını, tam olarak kimlerin vereceği belli

³⁰⁶ Brinckmann, s. 319, para. 15 ve s. 321, para. 21. Ayrıca bkz. SOX Kanunu §302 (a).

olmasa da, beyanda sorumlu olarak gösterilen kişilerin, bilgisi olduğu kadarıyla finansal tabloların, kar-zarar durumuna ilişkin olarak ortaklığın finansal durumu, sorumlulukları ve malvarlığını doğru, dürüst ve adil bir görüntüyü yansıttığına dair bu beyanı vermesi zorunludur. Sorumluluk beyanı, ortaklığın gelişimi, performansı, genel durumu, ortaklığın yüzleştiği finansal sıkıntılar, riskler ve borçlanmalar hakkında dürüst ve adil bir görünüm çizmek zorundadır.

Hazırlanacak finansal tabloların hangi standartlara göre hazırlanacağı konusunda AB çapında hala bir uyum sağlanamamıştır. Hem yıllık finansal tabloların hem de konsolide tabloların IFRS'ye uygun olarak hazırlanmasını mevzuatında öngören Birleşik Krallık dışındaki ülkelerin çoğunda yıllık finansal raporlar, ulusal muhasebe hukuku kuralarına göre hazırlanmaktadır.³⁰⁷ Bu durumun sakıncası ise, kaynak ülkeleri farklı iki ortaklığın aynı ülke sermaye piyasasına finansal tablolarını açıklamak durumunda olması halinde, örneğin bir taraftan bir Birleşik Krallık ortaklığının IFRS'ye uygun hazırladığı yıllık finansal raporunu açıklarken; bir Alman ortaklığının ise Alman muhasebe hukuku hükümlerine göre bu raporlarını açıklamasında görülebilir.³⁰⁸ Sonuç olarak AB çapında sadece halka açık anonim ortaklıkların konsolide tablolarının ve bütçelerinin açıklanmasında kullanılan IFRS Yönetmeliği³⁰⁹ ile kısmi uyum sağlanmış olsa da yıllık finansal tablolarını, Birlik üyeleri ulusal mevzuat hükümlerine göre düzenlemektedir. Yıllık ve ara dönem finansal tabloların standartları konusunda AB

³⁰⁷ Bu durumun en önemli sebebi ise ortaklıktaki kar paylarının ve vergi indirim haklarının yıllık finansal raporlara göre belirlenmesidir. Bu durum AB çapında bir uyumun sağlanmasını zorlaştırmaktadır, bkz. Brinckmann, s. 323, para. 27 ve s. 324, para. 28.

³⁰⁸ Söz konusu örnek Brinckmann'dan alınmıştır, ayrıntılı bilgi için bkz. Brinckmann, s. 232, para. 27.

³⁰⁹ 1606/2002 sayılı IFRS Yönetmeliği m. 4 (Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards).

çapında sadece Muhasebe Yönergesi³¹⁰ ile sınırlı bir şekilde uyum sağlanmaya çalışılmaktadır.³¹¹

Birlik çapında yıllık finansal raporların, kamuya açıklanmadan önce Muhasebe Yönergesi m. 34 ve 35 uyarınca bağımsız denetimden geçmesi gerekmektedir. Nitekim Kamuyu Aydınlatma Yönergesi uyarınca yıllık finansal raporların bağımsız denetiminin standartları konusunda AB çapında Muhasebe Yönergesi ile getirilmiş uyumdan bahsedilmektedir. Muhasebe Yönergesine göre hazırlanacak faaliyet raporu ve yine bu Yönerge'ye göre bağımsız denetimden geçirilecek finansal raporlarla birlikte denetim raporu da kamuya açıklanmalıdır.

bbbb. Ara Dönem Raporları

Menkul kıymetleri resmi borsa kotuna kabul edilen ortaklıklar, her altı aylık dönemde gerçekleşmiş faaliyetlerine ve kar-zarar durumlarına ilişkin bilgileri altı aylık ara raporlar ile kamuya açıklamak zorundadırlar.³¹² Pay ve borçlanma araçları ihraç eden ortaklıklar, faaliyet yılının ilk altı ayına ilişkin olarak Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m.

³¹⁰ 2013/34/EU sayılı Muhasebe Yönergesi (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).

³¹¹ Bkz. Brinckmann, s. 323, para. 28. Ayrıca 1 Ocak 2020 yılından sonra tüm yıllık finansal raporlar Birlik üyelerinde tek bir formatta hazırlanacaktır. Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 4(7) uyarınca yıllık finansal raporların hazırlanması gereken bu “Tek Elektronik Raporlama Formatı” (*Single Electronic Reporting Format*) sayesinde raporların hazırlanması ve karşılaştırılması konusunda bir uyum sağlanmış olacaktır. Ayrıca bu raporlar bir Avrupa Erişimi Elektronik Platformunda (*European Electronic Access Point*) depolanacak ve kamuya duyurulacaktır. Bu konunun ayrıntıları ve teknik detaylar da ikincil düzenlemeler ile belirlenecektir. Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 4'e eklenen ek fıkra için bkz. 2013/50/EU sayılı Yönerge m. 1(3) (Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and Commission Directive 2007/14/EC laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC).

³¹² 82/121/EEC sayılı ve 15.02.1982 tarihli Konsey Yönergesi m. 5.

5(2) uyarınca ara dönem finansal raporlarını, ilgili oldukları dönemin bitiminden itibaren üç ay içerisinde yayımlanmak zorundadırlar.

Açıklanacak ara dönem finansal raporlar, aynı maddeye göre ilgili döneme ilişkin özet bilanço, ara dönem faaliyet raporu ve bütçeye ilişkin sorumluluk beyanından oluşmaktadır. İhraççının, ara dönem konsolide finansal rapor hazırlaması gerekiyorsa, Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 5(3) uyarınca bu raporunu IFRS ve IAS'a uygun olarak hazırlamalıdır. Ara dönem finansal raporlar için ilgili standart konusunda ise, IAS Yönergesi m. 34'e göre özet; bilanço, ortaklığın kar-zarar durumu, gelirleri, nakitleri, gayrimenkulleri ve faaliyetleri hakkında çeşitli bilgiler içermelidir. Ara dönem faaliyet raporu, en azından esaslı olayları içermelidir ve bu raporlar, pay ihraç eden ortaklığın finansal durumu veya performansını esaslı olarak etkileyen ilişkili taraf işlemlerini içermelidir.³¹³

AB hukuku ara dönem finansal raporların denetimden geçmiş olmasına ilişkin bir hüküm öngörmemektedir. Finansal bilgilerin ilgili raporlama mevzuatına uygun olarak hazırlandığı veya açıklandığına ilişkin incelemenin yapılması ve finansal raporlarda herhangi bir hukuka aykırılık bulunması halinde belirli önlemlerin alınmasına yönelik olarak IFRS Yönetmeliğinde yetki, Birlik ülkelerine bırakılmıştır.³¹⁴ Birlik ülkeleri, finansal raporların, standartlara uygun hazırlanıp hazırlanmadığını denetlemek

³¹³ Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 5(4).

³¹⁴ Söz konusu sürece 'uygulama' (*enforcement of financial information*) adı verilmektedir ve söz konusu düzenleme IFRS Yönetmeliği Gerekçe 16'da (*Recital 16*) yer almaktadır.

ve eğer hukuka aykırılık varsa ilgili önlemlerin alınmasını sağlamak için ulusal bir otoriteye yetki vermişlerdir.³¹⁵

Ara dönem finansal raporların Kamuyu Aydınlatma Yönergesinin düzenleme alanından çıkarılması ile bu raporlama türü uygulamadan kaldırılmıştır. Ara dönem finansal raporların hazırlanması ve kamuya açıklanmasında ortaya çıkan mali kayıp ve piyasadaki aktörlerin daha kısa vadeli olan bu raporlara yoğunlaşması tehlikesi sebebiyle bu raporların kaldırılması desteklenmiştir.³¹⁶ Ancak Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 3(1)(a) uyarınca üye ülkeler kendi ulusal mevzuatında çok sıkı şartlar altında, ihraççıların yıllık veya altı aylık ara dönem finansal raporlar haricinde bazı ek finansal bilgilerin daha sık bir şekilde kamuya açıklanmasını öngörebilirler.³¹⁷ Nitekim Alman sermaye piyasası hukukunda, Frankfurt Borsası, ihraççılardan yıllık ve altı aylık finansal raporların yanı sıra üçer aylık finansal raporlarını da kamuya açıklamalarını istemektedir.³¹⁸ Dolayısıyla piyasa veya borsa işleticileri bu hükme tabi değildirler; ihraççılardan yıllık veya altı aylık finansal raporlardan daha sık bir şekilde dönemsel olarak kamuyu aydınlatmalarını isteyebilirler.

³¹⁵ Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 24(4)(h). Çoğu ülkenin bu hususta tek bir kuruma yetki verildiği görülürken Almanya ve Avusturya'da ikili bir sistemin var olduğu görülmektedir, Brinckmann, s. 335-336, para. 57-58.

³¹⁶ Hatta Avrupa Merkez Bankası, ihraççıların asgari düzeyde açıklama yapmaları gerektiğini savunmaktadır, bkz. European Central Bank, OJC 242, 9 October 2003, s. 6-8. Ayrıntılı bilgi için bkz. Brinckmann, s. 329, para. 43.

³¹⁷ İlgili madde uyarınca üye ülkeler eğer (i) ihraççı ortaklıklar için orantısız bir finansal yük olmayacaksa ve (ii) yatırım kararlarının alınması açısından orantılı bir şekilde etki edecekse ihraççılardan daha sık açıklama yapmalarını isteyebilirler.

³¹⁸ Brinckmann, s. 329, para. 42 ve s. 332, para. 49.

c. Piyasanın Kötüye Kullanılması Tüzüğü

aa. 2003/6/EC Sayılı MAD Dönemi

Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 68 vd. uyarınca ortaklıklar, menkul kıymetlerinin değerini etkileyebilecek, ortaklığa veya aracın kendisine ilişkin bilgileri gecikmeksizin kamuya açıklamak zorundaydı; fakat bu hükümler MAD³¹⁹ ile yürürlükten kaldırılmıştır. MAD'ın amacı, aslen piyasanın kötüye kullanılmasını; özel olarak da içsel bilginin kötüye kullanılmasını ve bilgi suistimalini önlemektir. Bu amaçla getirilen düzenlemelerden ilki olan 1989 tarihli Yönerge'nin³²⁰ en düşük düzeyde uyumu gerektiren bir anlayışa sahip olduğu *Verdonck* davasında ECJ tarafından belirtilmiştir.³²¹

İzahname Tüzüğü ve Kamuyu Aydınlatma Yönergesi ile kamuyu aydınlatmaya ilişkin benzer amaçlar ve uyumlu hükümler getirilmiş olsa da, her bir düzenleme için farklı olaylar, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü tetiklemektedir. Kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülükler ve açıklamaların kapsamını karşılaştırmalı olarak gösteren *Venn Diagramı* oluşturulmuştur.³²² Buna göre İzahname Tüzüğü açısından makul bir yatırımcının yatırım kararı üzerinde etkili olabilecek tüm bilgilerin kamuya açıklanması gerekir. Gerek sermaye piyasası aracının fiyatlarını etkileyen bilgiler gerekse de yatırım kararı için önemli olabilecek tüm bilgiler izahnamelerde açıklandığı

³¹⁹ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).

³²⁰ Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing.

³²¹ ECJ (6th Ch.), 03.05.2001, *Verdonck* Case C-28/99, (<<http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?language=en&num=C-28/99>>, Erişim Tarihi: 13.02.2017). Bu davaya konu olan olayda, ortaklıkların başka ortaklıklarda pay sahibi konumunda olması halinde bu bilginin içsel bilgi olmadığı Belçika hukukunda bir muafiyet hükmü ile düzenlenmiş olmasına rağmen Mahkeme üye ülkelerin Yönergeden daha katı kurallar getirmekte serbest olsalar da bu düzenlemelerin eşitlik ilkesine aykırı olmaması gerektiğine hükmetmiştir. Ayrıca bkz. Gerner-Beuerle (Harmonization), s. 327.

³²² Burn, s. 143-144.

için izahnamelerin kapsamı oldukça geniştir.³²³ Venn Diagramında ayrıca MAD gereği menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek tüm bilgilerin kamuya açıklanması gerektiği görülür ki bu da *ad hoc* açıklamaların kapsamlarının oldukça geniş olduğu gösterir. Kamuyu Aydınlatma Yönergesinde ise yıllık ve ara dönemde hazırlanan finansal raporlarda, ortaklığa ilişkin genel bilgiler, raporların hazırlandığı dönem içerisinde gerçekleşen esaslı olaylar ve ortaklığın finansal durumu ve performansı açıklanır.

Venn Diagramından da anlaşıldığı gibi Kamuyu Aydınlatma Yönergesi uyarınca hazırlanacak yıllık ve ara finansal raporlar, geleceğe ilişkin tahminleri ve tanımları içermelidir. Aynı Yönergeye göre açıklanacak finansal raporların hazırlandığı dönem içerisinde gerçekleşen esaslı olaylar aslında içsel bilgi niteliğinde olacağından MAR uyarınca da açıklanması gereken bilgilerdir. Diğer taraftan MAR uyarınca açıklanması gereken ve sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek tüm bilgiler,³²⁴ halihazırda halka arzda İzahname Tüzüğüne hazırlanması gereken izahnamede yer almak zorundadır. Sonuç olarak her ne kadar farklı olaylar kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü tetiklese de benzer açıklamalar farklı mevzuat hükümleri uyarınca birden fazla kez yapılmaktadır.³²⁵ Dolayısıyla her bir düzenlemenin, uygulama alanının doğru bir şekilde belirlenmesi gerekir.

³²³ Burn, s. 144.

³²⁴ Nitekim maddede yer alan ifade (“*would be likely to have a significant effect on the prices*”) gereğince, burada yapılacak değerlendirmenin ex-ante bir değerlendirme olduğu görülmektedir, Gürbüz Usluel, s. 209.

³²⁵ Burn, s. 143-144.

bb. MAR No. 596/2014 Dönemi

aaa. Tüzük'ün Getirdiği Düzen

AB'nin kamuyu aydınlatma sistemi içerisinde dönemsel kamuyu aydınlatmaya ilişkin Kamuyu Aydınlatma Yönergesinde öngörülen kurallar ile özel durumların açıklanmasına ilişkin MAR'da³²⁶ öngörülen kurallar, birbirinden bağımsız ve aynı anda uygulanması gereken kurallardır.³²⁷ Şeffaflık ilkesi, her zaman bilgi suistimalinin engellenmesine yönelik tedbirler ile kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün, birbiriyle aynı doğrultuda ilerlemesini gerektirmez; çünkü bilgi suistimaline sebep olabilecek bilgilerin tamamının açıklanması mevzuat uyarınca zorunlu değildir.³²⁸

Eski MAD m. 6(1) yerine düzenlenen MAR m. 17(1) uyarınca bir ihraççıyı sadece doğrudan ilgilendiren içsel bilgilerin, en kısa sürede kamuya duyurulması zorunludur. Menkul kıymetleri ilgilendiren bilgilerle ihraççıyı doğrudan ilgilendirmeyen bilgiler, MAR uyarınca içsel bilgi oluştursa bile bu bilgilerin açıklanması yükümlülüğü bulunmamaktadır. MAR m. 14 ila 16 uyarınca içsel bilgiye dayalı olarak ticaret yapmak, kamuya açıklama yapmak veya yatırım danışmanlığı yapmak yasaktır. Ancak içsel bilgi, MAR m. 17(4) uyarınca ihraççının meşru çıkarlarına zarar verecekse bu bilginin açıklanması ertelenebilir. Bu ertelemenin yapılmasına ilişkin şartlar Türk hukukundaki şartlara oldukça benzemektedir.

³²⁶ 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.

³²⁷ Koch, P.: *Disclosure of Inside Information*, European Capital Markets Law, Section 19, 2. Edition, Bloomsbury Publishing, Oxford 2017, s. 360, para. 44.

³²⁸ Koch, s. 348-349, para. 3.

İhraççıyı doğrudan ilgilendiren içsel bilgilerin gecikmeksizin kamuya açıklanması öngörülürse de, bu bilgilerin, ne tür bilgiler olduğuna dair bir açıklama, hükümde bulunmamaktadır. Dolayısıyla CESR, örnek niteliğinde, ihraççıyı genellikle doğrudan ilgilendiren ve dolaylı olarak ilgilendiren bilgilerin neler olduğuna dair iki ayrı liste hazırlamıştır.³²⁹ Ancak bu listelerdeki durumlar her zaman o şekilde nitelendirilemeyeceği gibi, listeler dışında da ihraççıyı doğrudan veya dolaylı olarak ilgilendiren durumların ve bilgilerin bulunduğu da şüphesizdir. Diğer taraftan ihraççının faaliyet alanına, ortaklık üzerindeki hakimiyetin değişikliğine, ortaklıktan çıkarmaya, ortaklığın kredi derecelendirme notunun değişmesine, alım teklifine ilişkin bilgilerin her zaman içsel bilgi niteliğinde olduğu şüphesizdir.³³⁰

Kamuyu aydınlatmakla yükümlü olanlar, içsel bilgilerini, MAR m. 17(1)(2) uyarınca yatırımcıların hızlıca erişebileceği şekilde zamanında, eksiksiz ve doğru biçimde açıklamaları gerekmektedir. Yeni sistemde, açıklama yükümlülüğüne tabi olanların ilki, MAR m. 17(1)(3) uyarınca menkul kıymetleri, herhangi bir üye devletin düzenlenmiş piyasalarında işlem gören veya işlem görmek üzere kabul edilen ihraççılardır.³³¹ İkinci olarak MAR m. 17(8) hükmü, ihraççı adına veya hesabına hareket

³²⁹ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, December 2002, Ref: CESR/02-089d, s. 12-14, para. 35, <https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/02_089d.pdf> (Erişim Tarihi: 01.11.2018).

³³⁰ Bkz. Koch, s. 357, para. 32 vd.

³³¹ Ancak ortaklıklar topluluğu içerisinde içsel bilgiyi hangi ortaklığın açıklaması gerektiğine ilişkin MAR'da veya ulusal hukuk sistemlerinde neredeyse hiçbir düzenleme bulunmamaktadır. Bu hususta İtalya'daki Antonveneta olayından sonra düzenlenen TUF m. 114(1) hükmü, MAR m. 17 uyarınca zorunlu olmasa da kendi yavru ortaklığını doğrudan ilgilendiren içsel bilgilerin de hakim ortaklık tarafından açıklanmasını zorunlu kılmaktadır. Ayrıca aynı hükme göre kendisi bir borsa ortaklığı olsun veya olmasın, yavru ortaklık de bu açıklama yükümlülüğüne tabidir; bkz. Koch, s. 353, para. 18 ve 355, para. 25. Bkz. Legislative Decree No. 58 of 24 February 1998 Consolidated Law on Finance Pursuant to Articles 8 And 21 of Law No. 52 of 6 February 1996, Art. 114 (1): *"Without prejudice to the information requirements established by specific provisions of law, listed issuers and the persons that control them shall inform the public of events occurring in their or their subsidiaries' sphere of*

eden kişiler ve normal şartlarda mesleği veya görevi gereğince içsel bilgiyi kamuya açıklayan kişileri de kapsayacak şekilde kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün kapsamını genişletmiştir. Son olarak da buradaki açıklama yükümlülüğü, herhangi bir üye ülkenin borsasında menkul kıymetlerinin işlem görmesi için borsaya kayıt başvurusunda bulunan piyasa katılımcılarının ihraç iznini de kapsamaktadır.

AB mevzuatında MAR, her ne kadar bir yönetmelik olarak ulusal hukuklarda doğrudan uygulanacak ve sonuç doğurmaya başlayacak olsa da ulusal düzenlemeler anlamında idari kurumların rehber çıkarma yetkileri devam etmektedir. Bunun yanı sıra borsaların mevzuatındaki kamuyu aydınlatmaya ilişkin kurallara da uyulması gerekmektedir; ancak MAR'ın yeknesak uygulanması anlamında bu hususların uyumu bozduğu görülmektedir.³³²

bbb. İçsel Bilgi Tanımı

Yürürlükten kaldırılan MAD m. 1 ve 2003/124/EC sayılı Yönerge'de içsel bilginin tanımı yapılmıştı. MAD m. 1'e göre içsel bilgi, henüz kamuya açıklanmamış; ancak açıklandığı takdirde bir menkul kıymetin değerini etkileyebilecek, yatırım kararının bir parçası olarak kullanılması muhtemel olan, ihraççıyı doğrudan veya dolaylı şekilde ilgilendiren 'nitelikleri belirli (*information of precise nature*)'³³³ bir bilgidir. İçsel bilginin nitelikleri belirli bir bilgi olabilmesi ise, kısaca daha önce gerçekleşmiş veya gelecekte gerçekleşmesi kuvvetle muhtemel olabilmesine bağlanmıştır.

activity that have not been made public and that if made public would be likely to have a significant effect on the price of the listed financial instruments..."

³³² Örneğin Alman hukukunda BaFin tarafından 2013 tarihinde çıkarılan *Emittentenleitfaden* hala uygulanmaya devam etmektedir, Koch, s. 353-354, para. 19.

³³³ Türk mevzuatında da içsel bilginin niteliklerinin belirli olması, içsel bilginin oluşması açısından şarttır. Dolayısıyla buradaki, içsel bilginin niteliklerinin belirli olma özelliği, bu anlama gelmek üzere 'nitelikli bilgi' terimi ile ifade edilecektir.

MAD m. 1’de yapılan içsel bilgi tanımının ECJ’nin içtihatlarıyla daha fazla netlik kazanmasının üzerine bu tanımın aynısı, MAR m. 7’de de muhafaza edilmiştir. Özellikle *Geltl* davasından³³⁴ sonra MAR m. 7(2)’ye göre çok aşamalı karar mekanizmasının olduğu ortaklıklarda, çoğunlukla karar tam olarak kesinleşmeden nitelikleri belirli bir bilgiyi meydana getireceği için açıklama yükümlülüğü doğacaktır.³³⁵ Bu bağlamda ikili yönetim sisteminin benimsendiği hukuk sistemlerinden örneğin Alman hukukunda, yönetim kurulunun verdiği kararların gözetim kurulu tarafından onayının gerekmesi halinde, gözetim kurulunun onayıyla karar kesinleşmeden önce içsel bilginin oluştuğu kabul edilecek ve bunun açıklanması gerekecektir.

İçsel bilginin özellikleri konusunda Fransız Yargıtay’ının ECJ’ya sormuş olduğu soruda bu husus ele alınmıştır. Fransız Yargıtay’ının önüne gelen bir olayda, bir yatırım ortaklığı olan *Wendel*, inşaat sektöründe faaliyet gösteren *Saint-Gobain* ortaklığını ele geçirme kastıyla çeşitli bankalarla türev araçlarına dair sözleşme ilişkisine girmiştir. Bankalar da kendilerini güvenceye almak için *Saint-Gobain* ortaklığının paylarını almıştır ve bu şekilde *Wendel* ortaklığı Fransız kamuyu aydınlatma kurallarının düzenleme alanının dışında kalmayı başarmıştır. Ancak Fransız idari otoritesi AMF, değişim sözleşmesine ilişkin bilginin kamuya açıklanmadığı gerekçesiyle *Wendel* ve yönetim kurulu başkanı *Lafonta*’yı para cezasına çarptırmıştır. *Lafonta*, değişim sözleşmesine ilişkin bilginin, MAR m. 7(1) uyarınca nitelikleri belirli bir bilgi olmadığını iddia etse de AFM’nin iddiası ve temyiz mahkemesinin görüşüne göre, fiyat

³³⁴ *Geltl* Davası, para. 41-56. Bu davaya ilişkin ayrıntılı değerlendirme için bkz. aşağıda içsel bilginin “Niteliklerinin Belirli Olması” başlığı altındaki açıklamalar.

³³⁵ Koch, s. 372, para. 79-80.

hareketlerine sebep olan herhangi bir bilgi, esaslı bilgidir.³³⁶ Sonuçta mahkeme, ECJ'ye bu hususta bir soru yöneltmiştir.³³⁷ Bir bilginin, kamuya açıklandığında menkul kıymetin fiyatını belirli yönde etkileyecek potansiyele sahip olmasının kuvvetle muhtemel olması, o bilgiyi, MAR m. 7(1) anlamında içsel bilgi yapmaya yeter mi? Bu soruda mahkeme esaslılığı değil, fiyatın duyarlılığını ve yönünü sormaktadır.³³⁸

Kural olarak bir bilginin kamuya açıklandığında fiyatları nasıl etkileyeceği net olarak bilinemez; nitekim daha önceki bazı olaylarda fiyatlar artarken bazılarında azalmış, bazılarında ise değişmemiştir.³³⁹ Ancak bir bilginin fiyat üzerindeki muhtemel etkisine dair yatırımcının belirgin bir tahminde bulunması mümkünse, o bilgi nitelikleri belirli bir bilgidir. Her ne kadar esaslılık, bilginin kullanılabilir olmasını yani yatırımcının, fiyatların hangi yönde hareket edeceğine ilişkin tahminde bulunmasına yetmesini gerektirse de; 2003/124/EC sayılı Yönergenin taslak dönemindeki geri bildirimlerden sonra fiyatın olumlu mu olumsuz mu yönde etkileneceğinden bağımsız olarak bilginin salt fiyat üzerindeki herhangi bir etkisinin olacağını tahmin etmek esaslılık için yeterli görülmüştür.³⁴⁰

³³⁶ Klöhn, L.: *Inside Information without an Incentive to Trade? What's at Stake in 'Lafonta v AMF'*; CMLJ 2015, V. 10, N. 2, s. 163. ABD hukukunda içsel bir bilginin esaslı bir bilgi (*materiality*) olduğundan bahsedilirken, AB hukukunda nitelikleri belirli bilgiden (*information of precise nature*) bahsedilir.

³³⁷ ECJ (2nd Ch.), 11.03.2015, Lafonta Case C-628/13, (<<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=162781&pageIndex=0&doclang=EN&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=7093443>>, Erişim Tarihi: 16.03.2017).

³³⁸ Klöhn, s. 164.

³³⁹ Klöhn, s. 164-165.

³⁴⁰ Klöhn, s. 169-170. CESR, Market Abuse Consultation, Feedback Statement, Dec. 2002, CESR/02-287b, para. 22-24. Nihayetinde CESR, yatırımcının bilginin fiyatlar üzerindeki etkisinin yönünden değil de fiyat üzerindeki etkisinden sonuç çıkarabilmesi kriterine dönmüştür.

İçsel bilginin güncel bir bilgi olmasının yanı sıra geleceğe ilişkin bir bilgi de olabileceği *Geltl* davasında belirtilmiştir.³⁴¹ Bu dava sonucunda geleceğe ilişkin bir bilginin, gerçekleşme olasılığı, gerçekleşmeme olasılığından daha yüksekse ve dolayısıyla gelecekte meydana gelmesi makul bir şekilde beklenebilen bir duruma ilişkin ise, o bilgi, içsel bilgi olarak kabul edilecektir; ancak güncel durumlara ilişkin bilgiler, bu olasılık hesabından bağımsız olarak ve her halde içsel bilgidir.³⁴² Ayrıca açıklanmasının ardından fiyatları ciddi oranda değiştirme gücü varsa, bir bilginin içsel bilgi olduğu kabul edilmelidir.

Diğer taraftan *Geltl* davasında uyuşmazlık konusu olayda ECJ'nin karşısına çıkan ve doktrinde de tartışılan asıl sorun, uzun bir sürece yayılan olay veya durumlarda içsel bilginin ne zaman oluştuğu ve açıklama yükümlülüğünün tam olarak ne zaman doğduğunun belirlenmesinin zorluğudur.³⁴³ Örneğin açıklanması gereken finansal raporlarda, aynı zamanda içsel bilgi niteliğinde bir bilgi bulunuyorsa, uzun bir sürece yayılan finansal raporlarla gecikmeksizin açıklanan içsel bilginin açıklanması durumları, çatışma içerisindedir. Açıklama yükümlülüğünün tam olarak ne zaman yerine getirileceği belirsiz olsa da, ikili yönetim sisteminin kabul edildiği Alman uygulamasında, MAD dönemindeki *Geltl* davasında olduğu gibi anonim ortaklıkta gözetim kurulunun karar mekanizmasına katılımı, içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesi açısından haklı bir sebep teşkil etmekteydi; ancak MAR sisteminde, bu

³⁴¹ *Geltl* Davası, para. 41-56. Ancak aynı davada (para. 40'ta) geçmişe ilişkin bir bilginin de içsel bilgi olabileceği belirtilmiştir.

³⁴² Klöhn, s. 178.

³⁴³ Bu tartışmanın ardından AB kural koyucusu MAR m. 7(2)-(3) ve 17(4)(2) hükümlerinde bu duruma açıklık getirmiştir.

husus çok aşamalı karar alma süreci açısından haklı bir sebep oluşturmayacaktır.³⁴⁴ *Geltl* davasında Stuttgart Yüksek Bölge Mahkemesi (*Oberlandesgericht Stuttgart*) ihraççının, yönetim kurulu başkanının erken istifa edeceği ve başkanın değişeceği bilgisinin gecikmeksizin açıklanmamasında meşru bir çıkarının olduğunu kabul etmiştir.³⁴⁵

İçsel bilgiye ilişkin diğer bir sorun, bu bilginin yatırımcıyı ticarete teşvik etmesini gerektirip gerektirmemesidir. ECJ'nin manipülasyona ilişkin ilk davası olan *Spector Photo* davasında³⁴⁶ içsel bilgiyi bilmeyen kimselere nazaran bir avantaj sağlayacağı için bu bilginin ilgilisi tarafından kullanılacağı, dolayısıyla içsel bilginin kapsamının ticarete teşvik eden bilgilerle sınırlı olduğu belirtilmiştir.³⁴⁷ MAR m. 8 vd. ile MAR m. 14 vd. hükümlerde düzenlenen bilgi suistimali yasağı ve ticarete teşvik eden bilgilere ilişkin hüküme göre içsel bilgi, kamuya açıklandığında fiyatların değişeceği yöne ilişkin açık bir gösterge sunan bilgilerdir. Dolayısıyla MAD m. 1(1) ve 2003/124/EC sayılı Yönerge m. 1(1) hükümleri bu şekilde yorumlandığı ve MAR m. 7'ye de MAD m. 1(1) hükmü aynen aldığı için ECJ'nin bu davadaki yorumu hala geçerliliğini korumaktadır.

³⁴⁴ Koch, s. 361, para. 45. *Geltl* davasındaki karara ilişkin tartışmaların ayrıntıları için bkz. aşağı. İçsel bilginin "Niteliklerinin Belirli Olması" başlığı altındaki açıklamalar.

³⁴⁵ OLG Stuttgart, ZIP (2009), s. 962 vd. Burada ECJ, kendisine ihraççının meşru çıkarlarına ilişkin herhangi bir karar vermek üzere soru yöneltilmediği için yorumda bulunmamıştır.

³⁴⁶ ECJ (3rd Ch.), 23.12.2009, *Spector Photo Group Case C-45/08*, (<<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=77184&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=7093586>>, Erişim Tarihi: 28.03.2017).

³⁴⁷ *Spector Photo Davası*, para. 36 ve 52.

ccc. İçsel Bilginin Açıklanmasının Ertelenmesi

aaaa. Ertelemenin Sebepleri ve Genel Düzen

İçsel bilginin gecikmeksizin açıklanması durumunda ihraççının başarısı veya itibarı tehlikeye girebilir. Özellikle gerçekleşmesi makul olarak beklenen durum veya olaylara ilişkin olan örneğin birleşmeler veya devralmalara ilişkin içsel bilginin gecikmeksizin açıklanması halinde söz konusu olayın veya durumun gerçekleşmesi tehlikeye girebilir. Diğer taraftan, bir içsel bilginin oluşup oluşmadığına yönelik ortaklıkların kısa karar verme süreçleri, bilginin açıklanmasının ertelenmesi anlamına gelmeyecektir; ancak bu sürenin ne zaman uzun veya kısa tutulması gerektiğine veya bilginin, açıklamaya konu olan içsel bilgi niteliğinde olup olmadığına, ihraççı karar vermek zorundadır.³⁴⁸

MAR m. 17(4) hükmü, içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesine ilişkin genel bir düzenleme getirmektedir. Buna göre ihraççı, içsel bilginin gecikmeksizin açıklanması, kendi meşru çıkarlarına zarar verecekse; açıklamanın ertelenmesi, kamunun yanlış yönlendirilmesine sebep olmayacaksa; ve ihraççı, açıklanması ertelenen içsel bilginin gizliliğini sağlayabilecekse içsel bilginin açıklanmasını erteleyebilir. Bu koşulları sağlayan ihraççının, MAR m. 17(4)(3) hükmü uyarınca bu ertelemeyi ilgili kuruma bildirmesi ve içsel bilgi daha sonra açıklanır açıklanmaz ilgili kamu kurumuna yazılı bir açıklama göndermesi gereklidir. Bu bildirim zorunluluğu, MAD döneminde üye ülkelerin kendi iç mevzuatında bu hususu istedikleri gibi düzenleme yetkisine nazaran bir farklılık oluşturmaktadır.³⁴⁹

³⁴⁸ Koch, s. 364-365, para. 55.

³⁴⁹ Koch, s. 364, para. 54.

İçsel bilginin açıklanmasının ertelenmesine ilişkin MAR m. 17(5) ve (6) hükümlerinde, ekonomik kriz sonrası düzenlenen özel bir hal daha bulunmaktadır. İhraççının, bir kredi veya finans kuruluşu olması halinde, içsel bilginin açıklanması ihraççının veya ekonomik sistemin finansal istikrarının bozulmasına ilişkin bir risk oluşturuyorsa ve açıklamanın ertelenmesi kamu yararına ise bu bilginin açıklanması ertelenebilir. Ancak ertelemeye ilişkin bu ikinci hal, özel bir düzenleme niteliğindedir ve hükmün getiriliş amacı, kamu yararı olduğu için erteleme yapılabilmesi ilgili kamu kurumunun iznine bağlıdır. Ayrıca açıklamanın ertelenmesi için son olarak da içsel bilginin gizliliğinin sağlanabilmesi de önem arz etmektedir.

Açıklanması ertelenen bir içsel bilgiye ilişkin söylenti olması ve söylentinin, bu bilginin gizliliğinin sağlanamadığını yeterli bir şekilde tespit etmesi durumunda, ihraççı MAR m. 17(7) uyarınca açıklaması ertelenen içsel bilgiyi açıklamak zorundadır. Ayrıca açıklanması ertelenen bilgilerin ne kadar süre ile açıklanmasının ertelendiğine ilişkin MAR'da bir üst sınır yoktur; bu hususta ihraççı kendisi karar vermelidir.³⁵⁰

bbbb. Ertelemenin Koşulları

MAR m. 17(11), ESMA'ya ihraççının meşru çıkarlarının neler olduğunun ve açıklanmasının ertelenmesi kamunun yanıltılmasına sebep olacak içsel bilgilerin belirlenmesine ilişkin örnek niteliğinde rehber çıkarma yetkisi tanımaktadır.³⁵¹ MAR'ın gerekçesinde (*Recital 50*) ihraççının meşru çıkarlarına ilişkin iki örnek verilmektedir: devam eden sözleşme görüşmeleri ile yönetim organı tarafından yapılmış ve fakat hüküm ve sonuç doğurması için başka bir organın onayını gerektiren kararlar veya

³⁵⁰ Koch, s. 365, para. 56.

³⁵¹ Bu doğrultuda bkz. ESMA, Guidelines on the Market Abuse Regulation-Market Soundings and Delay of Disclosure of Inside Information, 13 July 2016, ESMA/2016/1130.

sözleşmeler. Rehberde göre, daha önce açıklanmış bir anlaşma veya işlemin bir kamu kurumunun onayına tabi olması; yeni bir ürün geliştirilmesi veya buluş yapılması; başka bir ortaklığın belirli orandaki payının satın alınmasına yönelik planların yapılması hallerinde de ihraççının meşru çıkarlarını korumak için açıklamayı ertelemesi uygun görülmektedir.³⁵² Rehberdeki ve gerekçedeki bu durumlar, sınırlı sayıda olmayıp tamamen örnek niteliğindedir; ayrıca doktrinde de MAR m. 17'deki ihraççının meşru çıkarlarının korunmasına hizmet eden durumların yorumunun da dar yapılmaması gerektiği düşünülmektedir.³⁵³ Bu doğrultuda Alman hukukunda ihraççının meşru çıkarlarının ertelemeyi haklı göstermesi durumlarına ilişkin örnekler çoğaltılmaktadır ve bunun da ötesinde bu örneklerin, bir temele dayandırılmaya çalışılması söz konusudur.³⁵⁴ Nitekim §6, S. 1 WpAIV uyarınca³⁵⁵ ihraççının, bilginin açıklanmamasındaki çıkarı, piyasanın bütün olarak çıkarlarından ağır geliyorsa, o zaman açıklamanın ertelenmesinde ihraççının meşru çıkarı bulunmaktadır ve içsel bilginin açıklanması ertelenebilir.

İçsel bilginin açıklanmasının ertelenmesinin diğer bir koşulu da ertelemenin, kamunun yanlış yönlendirilmesine sebep olmamasıdır. Aksi halde piyasadan gizlenen bilgi, fiyatlara yansımayacağı için fiyatlar yanlış yerde oluşacak ve yatırımcılar da yatırım kararı verirken doğru değerlendirme yapamayacaklardır. Ancak kamunun erteleme ile yanıltıldığının belirlenmesi için, açıklama yapılmaması sonucu gerçekte var

³⁵² ESMA's Guideline, para. 50.

³⁵³ Koch, s. 368, para. 65.

³⁵⁴ Koch, s. 369, para. 68 ve s. 372, para. 78.

³⁵⁵ Menkul Kıymetlerin Ticaretinde Bildirim ve İçerdeki Listesi Hakkında Alman Federal Ekonomi Bakanlığının Yönetmeliği (*Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung*), 13. Dezember 2004, BGBl. I, s. 3367.

olan durumun tam aksine, piyasada yapay bir durumun oluşması gerekmektedir.³⁵⁶ ESMA, rehberinde içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesinin kamuyu yanlış yönlendirme tehlikesinin mevcut olduğu hallerden üç tanesini örnek niteliğinde sayılmıştır: içsel bilginin, ilgili olduğu konuya ilişkin, önceden yapılan açıklamadan esaslı olarak farklı olması; ihraççının önceden açıklanan finansal amaçlarının gerçekleştirilmesinin muhtemel olmadığına ilişkin bilgi; içsel bilginin, piyasadaki beklentilerin tamamen aksine olması.³⁵⁷

İçsel bilginin açıklanmasının ertelenmesinin diğer bir koşulu ise, bilginin gizliliğinin sağlanabilmesidir. İçsel bilgiye görevi gereği erişimi olan kişilerin dışındaki üçüncü kişilerin erişiminin engellenmesi gerekmektedir ve açıklanması ertelenen içsel bilginin gizliliğinin sağlanamaması durumunda, bilginin gecikmeksizin açıklanması söz konusu olacaktır. Bilginin gizliliği için aranan bu iki koşulun sağlanamaması veya sonradan bulunmaması halinde, içsel bilginin gecikmeksizin açıklanması gerekmektedir; aksi halde içsel bilgi piyasaya sızmamış olsa bile erteleme hukuka aykırı olacaktır.³⁵⁸

İçsel bilgi ayrıca çeşitli şekillerde piyasaya sızmışsa, ihraççı söz konusu içsel bilgiyi her halde kamuya açıklamak zorundadır. Piyasadaki ani fiyat hareketleri bu hususta bir gösterge olabilecekken; açıklanmamış bu içsel bilginin ne olduğuna dair bir söylentinin olması ve bunun, gizliliğin korunamadığını gösterecek derecede yeterince doğru olması hali, bilginin piyasaya sızdığını kanıtlar niteliktedir.³⁵⁹ MAR dönemindeki bu uygulama, eski dönemde var olan ‘yorum yok (*no comment*)’ uygulamasını

³⁵⁶ Koch, s. 375, para. 87.

³⁵⁷ ESMA Rehberi, ESMA/2016/1130, dn. 122.

³⁵⁸ Koch, s. 376, para. 90.

³⁵⁹ Koch, s. 377, para. 93.

sonlandırmakta ise de, gizliliğin korunamadığına ilişkin yeterli bir gösterge olma durumunun tam olarak ne anlama geldiği hususunda ulusal mevzuatda farklılıkların olması kaçınılmazdır.³⁶⁰ Burada ayrıca içsel bilgiye erişimi olan kişilerin, hukuki ve idari anlamda görevlerinin ne olduğuna ve bu bilginin uygunsuz kullanımı dolayısıyla karşılaçacakları yaptırımlara ilişkin bilgilendirilmesi gerekmektedir.³⁶¹ İhraççının ayrıca erteleme koşullarının oluşup oluşmadığına ilişkin kontrolün yapılması amacıyla MAR m. 4(1)(b)(ii) uyarınca sorumlu kişilerin belirlenmesi de gerekmektedir.

Açıklamanın ertelenmesinin bir diğer koşulunun ihraççının erteleme kararı alması olup olmadığı hususunda tartışma bulunmaktadır. *Geltl* davasında Bölge Yüksek Mahkemesi, ihraççının erteleme kararı almasının gerekmediği yorumunda bulunmuş olsa da BaFin ayrı bir erteleme kararın bulunmasını aramaktadır.³⁶² AB çapında ise MAR m. 17(4)(1) ve m. 17(4)(3) hükümlerinin lafzı da ihraççının yukarıdaki şartlar gerçekleşse bile ayrı bir karar alarak iradesini ortaya koymasını aramaktadır; ancak bu kararın içeriğinin ne olması gerektiği hala belirsizdir.³⁶³

*cccc. Çok Aşamalı Kararların Alınmasında İçsel Bilginin
Açıklanmasının Ertelemesi*

Gözetim ve yönetim kurulu veya yönetim ve genel kurul tarafından alınması gereken çok aşamalı karar mekanizmasının olduğu ortaklıklarda, içsel bilginin

³⁶⁰ Koch, s. 377, para. 94.

³⁶¹ MAR m. 18(2). İçsel bilgiye erişimi olan kişilerin bu bilgileri uygunsuz kullanımı hususunda, *Geltl* davasına konu olaydaki gibi ihraççının, üzerine düşeni yapsaydı, içsel bilgiye erişimi olan kişiye talimat vermek suretiyle bilginin gizliliğini koruyacak ama yine de içsel bilgiyi açıklamayacak olması durumunda BGH ihraççının gerekli talimatı vermemesi halinde sorumlu olduğunu düşünmektedir, Koch, s. 376, para. 92.

³⁶² OLG Stuttgart, ZIP (2009), s. 962. BaFin, Kamuyu Aydınlatma Rehberi (*Emittentenleitfaden*) 2009, s. 59.

³⁶³ Koch, s. 378, para. 98-99.

açıklanmasını ertelemek için şu iki şartın oluştuğuna dair belirlemenin yapılması gerekir: Erken yapılan açıklamanın, gözetim kurulunun bağımsız bir şekilde karar almasını engelleyecek olması ve gözetim kurulunun onayının hala beklendiğinin açıklanması dolayısıyla kamunun içsel bilgiyi doğru değerlendiremeyecek olması.³⁶⁴ Ancak ESMA, rehberinde bu erteleme için, öncelikle kamunun erken açıklama sonucunda bilgiyi doğru değerlendiremeyecek olması ve ikinci olarak da ihraççının nihai kararı en kısa sürede almak için planlamalar yapması gerektiğini kabul etmiştir.³⁶⁵

İçsel bilginin kamuya açıklanmasının erken yapılmasıyla gözetim kurulunun, piyasadan etkilenmesi gibi bazı baskı unsurlarının ortaya çıkması sonucunda bağımsız karar alması beklenemeyebilir; ancak ortaklığın gözetim veya nihai karar organının bağımsızlığı bu durumda ESMA açısından değerlendirilmemiş görünmektedir.³⁶⁶ İçsel bilginin olması gerekenden daha erken açıklanması, iki kurul arasındaki güven ilişkisini zedeleyebileceği için en azından çok aşamalı kararların alınması söz konusuysa son karar merciinin alacağı karardan önce açıklama yapılmamasının teorik olarak daha uygun olduğu düşünülebilir. MAR m. 17(4) ve MAR'ın gerekçesinde (*Recital 50*) çok aşamalı karar alma sürecinde içsel bilginin ertelenmesi için gereken şartların dar yorumlanmasına sebep olacak bir hüküm bulunmamaktadır. İşte bu sebeplerden hareketle Alman hukukunda, BaFin'in bu açıdan ESMA'nın rehberine uymama serbestisinin olduğu belirtilmektedir.³⁶⁷

³⁶⁴ Koch, s. 372-373, para. 81.

³⁶⁵ ESMA Rehberi, ESMA/2016/1130, para. 63 vd.

³⁶⁶ Koch, s. 373, para. 82.

³⁶⁷ Koch, s. 374, para. 84.

Ayrıca ortaklığın nihai karar organının hızlı bir şekilde içsel bilgi konusunda karar alması ve açıklama yapması koşulunun nasıl anlaşılması gerektiği de belirsizdir. Dual sistemi benimseyen ülkelerde, gözetim kurulunun aynı gün içinde mi karar alması gerektiği, yoksa birkaç gün içinde alınan kararın da bu koşulu sağlamaya yetip yetmeyeceği belirsizdir.³⁶⁸ Ancak burada yönetim kurulu, karar verdikten sonra gözetim kurulunun söz konusu bilgiyi onaylaması ihtimalinin yüksek olup olmadığını tahmin etmesi ve bu doğrultuda içsel bilginin açıklanması hususunda bir karara varması gerekmektedir. Tabii genel kurulun karar vermesi gereken konularda pay sahiplerine yapılan toplantıya ilişkin duyurudaki gündeme de eklenmesi gerekeceği için içsel bilginin gizliliğinin korunması mümkün olmayacak ve yönetim kurulunun karar alması üzerine içsel bilgi açıklanmak zorunda olacaktır.³⁶⁹

4. Alman Hukukunda

1980 yılından önce Almanya da dahil olmak üzere Kara Avrupası sisteminde menkul kıymetlere ilişkin bir hukuk mevcut değildi, ancak bu hukuku dalı, AB düzenlemelerinin baskısı sonucunda zamanla oluşmaya başlamıştı.³⁷⁰ Menkul kıymetlere ilişkin Alman düzenlemelerinin en temel amacı piyasaların etkinliğini güvence altına almaktır; yatırımcının korunması ise bu çerçevede, bir amaç olarak değil, daha çok, sağlanması gereken bir şart olarak karşımıza çıkmaktadır.³⁷¹

³⁶⁸ Hal böyle olsa da gözetim kurulu kararının bir dahaki olağan gözetim kurulu toplantısına kadar bekletilmemesi gerektiği açıktır, bkz. Koch, s. 373, para. 83.

³⁶⁹ Koch, s. 374, para. 86.

³⁷⁰ Fechner/ Tipton, s. 1.

³⁷¹ Fechner/ Tipton, s. 1; BGH II ZR 80/12, 11. Juni 2013, para. 20 (BT Drucks. 14/7034, S. 36), (<<https://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=338c11d55173163998649925de028bd4&n=64895&pos=9&anz=10>>, Erişim Tarihi: 30.03.2017).

SEC tarafından, Almanya’da çıkarılan menkul kıymetlerin *Wall Street* kalitesinde olmadığı yorumunun yapılması üzerine, Almanya’da sermaye piyasası hukuku 1990’lı yıllarda gelişme göstermiş ve 1994 yılında gözetimden sorumlu bir federal idare (BaFin) kurulmuştur.³⁷² Menkul kıymetlere ilişkin düzenleme yapma yetkisi, AB tarafından her zaman üye ülkelere bırakılmıştır ve bu doğrultuda Almanya’da da şimdiye kadar dört yasama reformu (*Capital Market Promotion Acts*), sermaye piyasası hukukunun çerçevesini oluşturmuştur. Sermaye piyasası hukuku, Almanya’da federal düzeyde gelişim göstermişken borsa hukuku federe devletlerin kendi mevzuatına tabidir.^{373,374} Nitekim BaFin sınırlı yasama yetkisine sahip idari bir otorite olarak sadece sermaye piyasası hukukuna ilişkin federal çapta bir gözetim yapmaktadır. Dolayısıyla borsalar, BaFin ve federe devletlerin borsa idarelerinin gözetimine tabidir.³⁷⁵ BaFin aracılığıyla yapılan federal gözetimin sermaye piyasası hukukunun gözetim ve icrası için en etkin yol olduğu doktrinde vurgulanmıştır.³⁷⁶

Alman hukukunda kamuyu aydınlatma alanındaki söz konusu çerçeve kanunlar Borsa Kanunu (*Börsengesetz: BörsG*), Menkul Kıymetler İzahname Kanunu (*Wertpapierprospektgesetz: WpPG*), Menkul Kıymetler Ticareti Kanunu (*Wertpapierhandelsgesetz: WpHG*) ve Menkul Kıymetler Ele Geçirme ve Devralma

³⁷² Fechner/ Tipton, s. 3.

³⁷³ İlgili hüküm için bkz. §74(I) (11) GG (*Grundgesetz*), December 2014, BGBI (III), 100-1, BGBI 2014, 2438. Fechner/ Tipton, s. 9.

³⁷⁴ Alman hukuku, Alman borsası (*Deutsche Börse*) gibi tüzel kişiliği olan işletim enstitüleri ile Frankfurt Menkul Kıymetler Borsası (*Frankfurt Stock Exchange*) gibi menkul kıymetler borsası arasında bir ayırım yapmaktadır, Veil (*European Law*), s. 108, para. 17.

³⁷⁵ Her borsa, §7(I)(1) BörsG uyarınca ticari izleme birimi (*Handelsüberwachungsstelle*) kurmak zorundadır ve bu birim borsanın gözetimini yaparak piyasanın etkinliğinin korunmasını sağlar. BaFin’in ve ticari izleme biriminin bu husustaki görevlerine ilişkin olarak ayrıntılı bilgi için bkz. Fechner/ Tipton, s. 12-13.

³⁷⁶ Fechner/ Tipton, s. 14.

Kanunudur (*Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz: WpÜG*). Bunların arasından WpHG, içeriden öğrenenlerin kontrol edilmesi, belirli sınırları aşan payların satış işlemleri, finansal raporlar ve ortaklık hesaplarının kamuya açıklanması ve hukuka uyum (*compliance*) konularında çeşitli hükümler barındırmaktadır.

Piyasanın etkinliğinin korunmasına ilişkin temel amaç ile yatırımcının korunmasına ilişkin ikincil amaç, Alman sermaye piyasası hukukunda bazı temel ilkelerin oluşmasına sebep olmuştur. Bu ilkeler, temel amaç doğrultusunda geliştirilen ilk olarak piyasanın bütünlüğü ilkesi ve ikinci olarak §83 BörseG ve §47(a) AktG’te ifadesini bulan tüm yatırımcıların, aynı anda ve aynı bilgiyi edinme hakkı olan eşitlik ilkesidir. Sermaye piyasası hukukundaki son temel ilke ise Kamuyu Aydınlatma Rehberinin de gerekliliği konusunda hiçbir kuşkuya yer bırakmayan ifadesi sebebiyle, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesidir.³⁷⁷

2000 yılında kurumsal yönetime ilişkin hükümet tarafından atanan komisyonun sunduğu rapor doğrultusunda çıkarılan Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin Kanun (*Transparenz- und Publizitätsgesetz 2002*) ile AktG düzenlemelerine, yıllık kurumsal yönetim raporlarının girmesi sağlanmıştır.³⁷⁸ Böylece, bu kanuna tabi ortaklıklar, ‘uygula veya açıkla (*comply or explain*)’ modeline uygun olarak kurumsal yönetim ilkelerine uyma, aksi halde bunun sebebini açıklama yükümlüğü altındadırlar.

³⁷⁷ Fechner/ Tipton, s. 5-6. Rehber için bkz. Emittentenleitfaden der BaFin - Modul A, vom 9. August 2018, s. 8.

³⁷⁸ Leyens, P. C.: *German Company Law Recent Developments and Future Challenges*, German L. Journal 2005, V. 6, N. 10, s. 1412. İlgili hüküm için bkz. §161 AktG. Ancak bu hükmün ihlal edilmesi kural olarak herhangi bir hukuki sorumluluk doğurmamaktadır, Schmolke, K. U.: *Civil Liability of the Company and Its Directors for False Financial Statements under German Law*, Issues and Challenges in Corporate and Capital Market Law: Germany and East Asia (Fleischer, H./ Kanda, H./ Kim, K. S./ Mülbert, P. (eds.)), Mohr Siebeck, Tübingen 2018, s. 145.

Alman ortaklıklar hukukunda yöneticiler açısından benimsenen özen yükümlülüğü, yöneticilerin finansal defterleri tutma ve finansal raporları imzalamaya ilişkin görevleri ve genel olarak da hukuka uyum görevini (*duty of legality: Legalitätspflicht*) kapsamaktadır.³⁷⁹ Bu yükümlülükten doğan görevler için yönetim kurulundaki yöneticiler açısından §93(2) AktG³⁸⁰ ile gözetim kurulunda yer alan yöneticiler açısından ise §116 AktG ile sorumluluk öngörülmüştür. Dolayısıyla kural olarak bu görevlerden dolayı tüm yöneticiler, görevlerini yerine getirirken meydana gelen hukuka aykırılıklardan ötürü ortaklığa karşı hep birlikte ve müteselsilen sorumludurlar (*haftungskonzentration*). Benzer bir sorumluluk limited ortaklıkların müdürleri açısından §43 GmbHG hükmü ile düzenlenmiştir.

İstisnai olarak üçüncü kişilere karşı var olan görevlerini ihlal eden, davacıyı koruyan herhangi bir kanun maddesini (*das Schutzgesetz*) ihlal eden ve son olarak da ortaklık adına yapılan sözleşme görüşmeleri sırasında sözleşme benzeri görevleri bulunup da bunları ihlal eden yöneticilerin üçüncü kişilere karşı sorumluluğu da bulunmaktadır.³⁸¹ Son durumda yöneticinin sözleşme öncesi görüşmelere ciddi bir etkisinin olması veya sözleşmenin yöneticiye duyulan yüksek oranda güven ile kurulması halinde söz konusu yöneticinin §311(3) BGB hükmünden kaynaklanan kişisel

³⁷⁹ Halka açık anonim ortaklıkların yönetim kurulunda yer alan yöneticiler açısından söz konusu özen yükümlülüğü için bkz. §91(1) AktG. Ayrıca finansal defterleri tutma görevi §91(2) AktG; finansal belgeleri imzalama görevi de §245 HGB hükmü ile düzenlenmiştir.

³⁸⁰ Yönetim organındaki yöneticiler için bu madde temel sorumluluk maddesidir. Yöneticilerin, ortaklığa karşı herhangi bir sözleşmeden doğmayan ve fakat doğrudan kanundan kaynaklanan bir özen, sadakat ve hukuka uyum yükümlülüğü vardır, ayrıntılı bilgi için bkz. Grigoleit, H. C.: *Directors' Liability and Enforcement Mechanisms from German Perspective: General Structure and Key Issues, Issues and Challenges in Corporate and Capital Market Law: Germany and East Asia* (Fleischer, H./ Kanda, H./ Kim, K. S./ Mülbert, P. (eds.)), Mohr Siebeck, Tübingen 2018, s. 108.

³⁸¹ Yöneticilerin bu dışsal sorumluluğu, ilk durumda haksız fiil hukuku (*tort law*) kaynaklı durumlardan doğmaktadır ve §31 BGB hükmü aracılığıyla organın eylem ve işlemlerinin tüzel kişiye atfedilebilmesinde dolayı ortaklığın de yönetici ile birlikte müteselsilen de sorumlu olması (§840(1) BGB) kuraldır. Ayrıntılar için bkz. Schmolke, s. 135-137.

sorumluluğu, §31 BGB hükmü dolayısıyla ortaklığa da sirayet eder ve ortaklık da yöneticiyle birlikte müteselsilen sorumlu olur.³⁸²

Alman hukukunda yer alan kamuyu aydınlatmaya ilişkin kurallar daha çok zorunlu kamuyu aydınlatmaya ilişkindir, ancak ortaklıklar istedikleri takdirde gönüllü olarak da kamuya açıklama yapabilirler. Ortaklık veya yöneticileri, basın bülteni, pay sahiplerine gönderilecek bir mektup vb. bir yolla yapılabilecek bu tür bir açıklamanın yanlış veya yanıltıcı olması sebebiyle sorumlu olabilmektedirler.³⁸³ Bu durum bir Alman bankanın yöneticisinin ABD'deki *mortgage* krizinin kendi uluslararası yatırım portföyünü etkilemediğine ilişkin basın bülteninde açıklama yapması üzerine yatırımcılardan biri tarafından IKB davasında BGH'nin önüne getirilmiştir. Mahkeme, bu duruma ilişkin kararında basın bülteninin MAR m. 17'de sayılan bir kamuyu aydınlatma belgesi olmadığı gerekçesiyle ilgili iddiayı §37c WpHG hükmüne dayanarak reddetmiştir.³⁸⁴ Ancak IKB davasında banka, portföyünün yüksek faizli yatırımlara çokça dayandığını gecikmeksizin kamuya açıklamadığı için §37b WpHG hükmünden dolayı sorumlu tutulmuştur.³⁸⁵

Bunun dışında gerçeğe aykırı *ad hoc* kamuyu aydınlatmadan ötürü yönetim kurulu üyelerinin tazminat sorumluluğunun bulup bulunmadığı da tartışmalıdır. Bu hususta BGH'ye göre, birincil piyasalarda kamuyu aydınlatma aracı olarak kullanılan

³⁸² Schmolke, s. 136. Yönetici ayrıca işlem veya eylemleriyle ortaklığı de zarara uğratmışsa, ortaklığa karşı kusurunun derecesi ne olursa olsun §249 ff BGB uyarınca sorumludur. Ancak ortaklığın pay sahipleri genel kurulu, bu yöneticiyi sonradan ibra ederse, yönetici sorumluluktan kurtulur. Bu durumun tek istisnası, yöneticinin ağır kusurunun bulunması durumunda ortaklık alacaklılarına karşı yöneticinin sorumlu olarak kalmasıdır.

³⁸³ Schmolke, s. 146.

³⁸⁴ OLG Braunschweig, 12 January 2016, 7 U 59/14, ZIP 2016, s. 414.

³⁸⁵ BGH, IX ZR 51/10, IKB Urteil, 13. Dezember 2011, para. 30 vd., (<<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&nr=59111&pos=0&anz=1>>, Erişim Tarihi: 17.09.2017).

izahnamenin aksine *ad hoc* kamuyu aydınlatma ihraççı ortaklığına ilişkin genel bir tablo çizmemekte; sadece belirli olayları açıklamayı amaçlamaktadır.³⁸⁶ Piyasa dolandırıcılığını yasaklayan §88 BörsG hükmü, §823(2) BGB anlamında üçüncü kişileri korumayı amaçlayan bir hüküm olmadığı gibi sadece piyasanın bir bütün olarak işleyişini sağlamaya yöneliktir.³⁸⁷ Dolayısıyla, izahname sorumluluğu için kabul edilen esasların *ad hoc* kamuyu aydınlatma için kabul edilmesi mümkün değildir. Ancak 2002 yılında yatırımcıların, içsel bilginin hukuka aykırı bir şekilde açıklanmasından doğan zarar taleplerinin karşılanması için yol açılmıştır.³⁸⁸

İhraççının ve yöneticilerinin, yanlış bilgilerin açıklanmasından doğan veya doğru bilginin hiç açıklanmaması veya tamamen gizlenmesinden doğan sorumluluklarını düzenlemek amacıyla 2004 tarihinde bir kanun çalışması³⁸⁹ yapılmıştır. Ancak sadece ağır ihmale dayanan kusurları dolayısıyla yöneticilerin üçüncü kişilere karşı sorumluluğuna ilişkin kurallar, ciddi bir eleştiri ile karşılaşınca Federal Ekonomi Bakanlığı (*das Bundesministerium der Finanzen*) bu taslağı geri çekmiş ve bu konuda sonrasında herhangi bir çalışma yapılmamıştır.³⁹⁰ Bu taslak kanunda tanınan basit bir ihmal kuralı, birçok akademisyen ve ekonomiste göre özen yükümünün daha katı

³⁸⁶ BGH, II ZR 218/03, Infomatec AG Urteil, 19. Juli 2004, s. 6, <<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=6fb93a9829aff8dee34cfdc459677384&nr=29990&pos=3&anz=4>>, Erişim Tarihi: 19.01.2017).

³⁸⁷ Veil (European Law), s. 258, para. 100.

³⁸⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. Veil (European Law), s. 221, para. 102.

³⁸⁹ *Gesetz zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformation* ya da *Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz*, kısaca: KapInHaG olarak adlandırılan kanunun Alman Federal Meclisinin (*Der Deutsche Bundestag*) yayımladığı taslak metni için bkz. <https://www.wpk.de/fileadmin/documents/Oeffentlichkeit/Stellungnahmen/wpk-stellungnahmen_kapinhag-diskussionsentwurf.pdf> (Erişim Tarihi: 03.09.2019).

³⁹⁰ Schmolke, s. 156, ancak yazar burada bu hususa ilişkin yeniden bir kanun denemesi yapılması gerektiğini belirtmektedir.

yorumlanmasına sebep olabileceği,³⁹¹ yatırımcıların suiistimaline zemin hazırladığı ve yöneticilerin zamanlarını haksız davalarla harcamalarını engelleyecek hükümleri içinde barındırmadığı için doktrinde aldığı ağır eleştiriler sonucu taslak geri çekilmiştir.³⁹²

2005 tarihinde ise ABD hukukundaki sınıf davalarına benzer bir modelin tanıtılması için bir kanun çalışması (*KapMuG: German Capital Market Model Case Act*) yapılmıştır. Bu taslak kanunun amacı, Alman usul hukukuna, ABD sınıf davaları gibi farklı bir sistem tanıtarak yatırımcıların hak arama özgürlüklerini geliştirmektir. Nitekim Alman hukukunda kamunun hukuka aykırı aydınlatılması sonucu zarara uğrayan her bir yatırımcının bireysel dava açmak zorunda kalması ve sorumluluğun şartlarından olan ağır ihmal unsurunun kanıtlanmasının güçlüğü, yatırımcının zararının tazmin edilmesini engelleyerek piyasaya olan güvenini sarsmaktadır. Bu durumunun en önemli örneği olarak *Frankfurt* mahkemesinin *Deutsche Telekom* davasında karşılaştığı ağır iş yükü gösterilmektedir.³⁹³

§1(2) KapMuG hükmü, herhangi bir hukuka aykırı açıklamadan zarar gören bir yatırımcıya, davasının ‘*bireysel uyuşmazlığın ötesinde benzer davalar için model teşkil etmesi açısından önemli olabileceğini*’ ispatlayarak model dava açma imkanı tanımaktadır. Ancak ABD sınıf davası sisteminden farklı olarak sınıf dışına çıkma imkanı (*opt-out option*) yoktur; davacılar model davada verilecek hükmün kapsamına otomatik olarak girerler.³⁹⁴ Temyiz mahkemesi (*Oberlandesgericht*), kamuya açıklanan

³⁹¹ Feess, E./ Halfmeier, A.: *The German Capital Market Model Case Act (KapMuG): A European Role Model For Increasing the Efficiency of Capital Markets? Analysis and Suggestions for Reform*, The European Journal of Finance 2014, V. 20, N. 4, s. 362 ve 368.

³⁹² Leyens, s. 1416.

³⁹³ Frankfurt mahkemesi, 15,000’den fazla davacı, 2100 bireysel dava ve 700 davacı avukatı ile uğraşmak zorunda kalmıştır, Feess/ Halfmeier, s. 361-362 ve 370.

³⁹⁴ Feess/ Halfmeier, s. 336.

bilginin hukuka aykırı olup olmadığına ve bu bilginin menkul kıymetin fiyatlarını etkileyip etkilemediğine (*haftungsausfüllende Kausalität*) ilişkin model dava hakkında karar verir. Temyiz mahkemesinin hükmü her bir bireysel dava için bağlayıcıdır; model davada davalı haklı bulundursa bireysel davalarda aksine karar verilemez, ancak davacı yatırımcılar haklı bulundursa bireysel davalarda sonuç, nedensellik bağıını kimin ispatlaması gerektiğine göre değişebilir.³⁹⁵

5. Birleşik Krallık Hukukunda

Birleşik Krallık hukukunda sermaye piyasası hukukuna ilişkin bazı temel düzenlemeler bulunmaktadır. Bunlardan ilki AB mevzuatındaki düzenlemeler iken ikincisi, 2006 tarihli Ortaklıklar Kanunu (*Companies Act*) ve 2012 tarihli Kanun (*Financial Services Act of 2012*) ile değiştirilen 2000 tarihli FSMA'dır. Diğer taraftan FCA Rehberinde (*FCA Handbook*) bulunan düzenlemeler ile sözleşme, haksız fiil ve *common law* hukukuna ilişkin genel düzenlemeler de sermaye piyasası hukukunda uygulanmaktadır. Piyasa katılımcılarının daha detaylı hükümler istemelerine rağmen, Birleşik Krallık sermaye piyasası hukuku ilkesel temele dayalı düzenlemeler içermektedir, ancak bu durum, hükümlerin çok genel ve yoruma muhtaç olmasına sebep olmaktadır.³⁹⁶ Türk hukukundaki anlayışa paralel olarak sermaye piyasalarında çerçeve kanun ve ilkesel temele dayalı maddelerin tercih edilmesi, piyasanın dinamik yapısına uygundur.

Birleşik Krallık hukukunda 1844 yılından sonra ortaklıklar, halka arzlarında, yatırım yapılmasına teşvik etmek için izahname kullanmaya başlamışlar ve bunun sonucunda izahnameler, ortaklıklar hukukunda da yerini almıştır. Dolayısıyla izahname

³⁹⁵ Feess/ Halfmeier, s. 367.

³⁹⁶ Hudson, s. 129, para. 3-83.

kavramı, 19. yüzyılda bile Birleşik Krallık'taki hukuki düzenlemelere yabancı değildi. Ancak tecrübeli yatırımcı, detaylı bir izahname olmaksızın yatırım yapmayınca özellikle *common law* hukuku, yatırım sözleşmelerinde daha çok izahname ile ilgili olarak gelişmiştir.³⁹⁷

Birleşik Krallık hukukundaki diğer bir gelişme ise 1895 tarihli *Davey Raporudur*.³⁹⁸ Raporda, sermaye piyasasında geçerli olan izin sisteminin çok zaman, masraf ve emek kaybına yol açtığına ve verilen ihraç izinlerinin yatırımcıda sermaye piyasası aracının onaylanması gibi yersiz bir güvene sebep olduğuna değinilmiştir.³⁹⁹ Sonuç olarak da çıkarılan 1900 tarihli Ortaklıklar Kanunu'nda (*Companies Act of 1900*) izahnamelerde yer alması ve kamuya açıklanması gereken hususlar maddeler halinde sayılmıştır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi ile yatırımcının yatırım kararı verirken ihraç edilecek menkul kıymete ilişkin yeterli bilgiye sahip olması gerektiği anlayışı 1926 tarihli *Greene Raporu*⁴⁰⁰ ile yerleşmiştir. Nitekim yatırımcının olası zararlardan korunması yerine kamuyu aydınlatma aracılığıyla onların bilinçli yatırım kararı vermelerinin sağlanması modern hukukta da temel amaç olarak yerleşmiştir. 1948 ve 1967 tarihli kanunlar ile mali tablolar ve raporların ne şekilde kamuya açıklanacağına ilişkin düzenlemeler getirilmiştir.

³⁹⁷ Hudson, s. 23, para. 1-45.

³⁹⁸ Report of the Companies Acts (Amendment) Committee (The Davey Committee), 1895, BPP LXXXVIII.

³⁹⁹ Davey Komitesi Raporu, 1895, s. 164.

⁴⁰⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. The Greene Report of the Company Law Amendment Committee of 1926, Cmnd 2657, <<http://reports.mca.gov.in/Reports/17-Justice%20Cohen%20committee%20report%20of%20the%20committee%20on%20company%20law%20amendment,%201943.pdf>> (Erişim Tarihi: 28.04.2019).

2000 tarihli §79 et seq. FSMA hükümlerinde menkul kıymetlerin çıkarılmasında uyulması gereken esaslar düzenlenmektedir. Özellikle §102B FSMA uyarınca bir kimsenin herhangi bir menkul kıymete ilişkin yatırım yapmasına yetecek kadar bilginin sunulması ile kamuya yapılan çağrı sonucunda gerçekleşen satış, halka arz olarak nitelendirilmiştir. §85 FSMA uyarınca devredilebilir menkul kıymetlerin Birleşik Krallık'ta halka arz edilmesi veya organize piyasalarda menkul kıymetlerin⁴⁰¹ işlem görmesi için talep olması halinde, öncelikle bir izahname hazırlanması ve bunun yetkili kurum tarafından onaylanması gerekir.

İzahnameye ilişkin kurallar genel olarak §84 FSMA hükmünde verilen yetkiye dayanarak FCA tarafından çıkarılan Rehberin bir parçası niteliğindeki İzahname Kurallarında (*Prospectus Rules*) yer almaktadır. Türk hukukundaki gibi izahname, Birleşik Krallık hukukunda da bir veya birden fazla belge olarak hazırlanabilir. FCA PR'da bir izahnamenin içermesi gereken bilgiler, sınırlı sayıda olmayacak şekilde ve asgari düzeyde belirlenmiş ve AB düzenlemelerindeki matbu içeriğe (*booksbuilding*) atıf yoluyla bilginin eklenebilmesine olanak tanınmıştır.

LSE, önceki uygulamanın aksine artık izahnamelerin onaylanmasından sorumlu değildir; onun yerine 2002 yılında kurulan FSA'nın halefi FCA bu yetkiye sahiptir. FCA PR 3.1.1R uyarınca hazırlanan Form A ve izahnamenin bir kopyasının FCA'ya gönderilerek onay alınması zorunludur. §87C FSMA uyarınca FCA, organize piyasalara ilk kez başvuru yapan ihraççıların başvurularını 20 gün, diğer ihraççılarınkini ise 10 gün içinde sonuçlandırmak zorundadır. Ancak FCA'ya gönderilmeyen izahnameler için hala

⁴⁰¹ Devredilebilir menkul kıymet (*transferable securities*) tanımı için bkz. Schedule 11A FSMA 2000.

Birleşik Krallık *common law* kuralları geçerli olmakta ve bu izahnamelerde ihraççıya ve menkul kıymetlere ilişkin tüm bilgilerin açıklanması zorunlu olmaktadır.⁴⁰²

FCA'ya gönderilen izahnamede yer alan bilgilerin yatırımcının yatırım kararı verebilmesi için izahnamede yalnızca mevzuatta gerekli olduğu gösterilen bilgilerin olması aranmaktadır. Onaylanmasından önce, hazırlanacak izahnamede gerekli ve ilgili tüm bilgilerin RIS üzerinden ⁴⁰³ açıklanması, izahnamenin FCA tarafından onaylanmasının bir şartı olarak genel bir yükümlülük şeklinde §87A FSMA hükmünde düzenlenmiştir.

Benzer bir düzenleme, menkul kıymetlerin borsada işlem görmesi için hazırlanması gereken kamuyu aydınlatma belgesi (*listing particulars*) için de §80 FSMA hükmünde yer almaktadır. Söz konusu yükümlülük uyarınca, açıklanması gerekli bilgilerin ne olduğu, aynı maddenin devamında belirlenmiştir. Buna göre, bilinçli bir yatırım kararı verilebilmesi için bilinçli bir yatırımcının ihtiyaç duyacağı veya bir izahnamede bulmayı bekleyeceği tüm ilgili bilgiler açıklanmalıdır. Buradaki ilgili bilgiler ("*relevant information*") ise, ihraççının malvarlığı ve sorumluluklarına, finansal durumuna, kar-zarar durumuna, gelecekteki beklentilerine, arza ilişkin verilen garantinin özelliklerini ve ihraç edilen menkul kıymetin içerdiği hak ve yükümlülüklere ilişkin bilgidir.⁴⁰⁴

İstisnai olarak izahname yerine, kurumsal veya nitelikli yatırımcılar için (*professional investors*) Türk hukukundaki borsada işlem görme duyurusu

⁴⁰² Khoo, s. 56.

⁴⁰³ RIS, mevzuat uyarınca açıklanması öngörülen bilgilerin ve belgelerin kamuya duyurulması için öngörülen bir PIP veya AB çapında kurulmuş bir bilgi toplumu hizmeti sağlayıcısı olabilir. Ancak kamuya yapılması gereken tüm açıklamaların bu sistem üzerinden yapılması zorunludur.

⁴⁰⁴ Bu bilgiler sınırlı sayıdadır, Hudson, s. 278-282, para. 9-46 vd.

niteliğindeki bir belgenin hazırlanması (*listing particulars*) söz konusu olabilmektedir.⁴⁰⁵ Bu belge ile izahname için getirilen sorumluluk rejimleri §90(11) FSMA uyarınca aynıdır. §86 ve Schedule 11A FSMA hükümlerinde, menkul kıymetlerin bazıları için izahname düzenleme yükümlülüğüne ilişkin istisna getirilmiştir. İzahname veya gerekli diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin düzenlenmesine ilişkin yükümlülüğe aykırılık halinde, §90 FSMA uyarınca hukuki sorumluluk doğmaktadır.⁴⁰⁶ FCA PR 5.5.3R uyarınca, ihraççı, yönetim kurulu, izahnamede sorumlu olarak belirtilen kişiler, izahnamenin sorumluluğunu kabul eden ve içeriğini onaylayan herkes izahnamedeki bilgilerin gerçeğe uygun olmasından sorumludur. Ancak bir kimse, bilgisi veya onayı olmaksızın izahnamenin onaylandığını kanıtlarsa, FCA PR 5.5.6R uyarınca o izahnameden sorumlu olmaz.

İhraççıların organize piyasalara başvurduğunda veya halka arzlarında kamuya açıkladıkları bilgilerin gerçeğe uygun olması zorunluluğunun yanı sıra izahnamede sorumlu olarak isimleri gösterilen kişilerin, izahnamede verilen bilgilerde bir değişiklik meydana geldiğinde de bunu düzeltme veya yeni durumu açıklama yükümlülükleri doğmaktadır. Bu sebeple, AB Kamuyu Aydınlatma Yönergesinin hükümlerinin Birleşik

⁴⁰⁵ §80 FSMA hükmünün bu belgeler için öngördüğü makul yatırımcı ölçütü (*reasonable investor test*), 2005 yılındaki değişiklik sonrasında bilinçli karar verme ölçütüne (*informed assessment test*) yerini bırakmıştır. Buna göre, önceden makul yatırımcı ve onun profesyonel danışmanının ihtiyaç duyacağı bilgilerin, menkul kıymetlerin borsada işlem görme talebi için hazırlanan işlem görme duyurusu metninde yer alması aranmaktaydı. Ancak 2005 yılından sonra, makul yatırımcının uzman ve profesyonel bir danışmanının olacağı varsayımından vazgeçilmiş ve ihraççıların, profesyonel danışmanın halihazırda bildiğini düşündükleri bilgileri işlem görme duyurusu metnine dahil etmeme uygulaması kaldırılmıştır, bkz. Hudson, s. 279, para. 9-48 vd. Artık bu metinde yer alan bilgiler, §97A FSMA uyarınca sıradan bir yatırımcının anlayabileceği açıklıkta, anlaşılabilir, analiz edilebilir ve teknik bir dilden uzak bir şekilde sunulmak zorundadır.

⁴⁰⁶ §85(1) FSMA hükmündeki ifadenin (*it is unlawful...*), halka arzda izahname düzenlenmemesinin suç olup olmadığına ilişkin bir belirsizlik yarattığına yönelik bkz. Hudson, s. 267, para. 9-23. Ayrıca izahname düzenlenmesi yükümlülüğüne ilişkin maddenin, olumsuz bir hüküm getirerek, halka arzlarda izahname düzenlenmesini zorunlu kılmamış, ancak izahname düzenlenmemesini hukuka aykırı kabul etmiştir. Hükmün mefhumu muhalifinden, FCA'nın izahname düzenlenmesi zorunlu gördüğü FCA PR'dan anlaşılmaktadır, ayrıntılı bilgi için bkz. Hudson, s. 272, para. 9-32.

Krallık hukukuna 2006 tarihli Ortaklıklar Kanunu §43 hükmü ile aktarılmasının ardından §6 FSMA hükmünün ve özellikle §89A FSMA hükmünün tanıdığı düzenleme yetkisine dayanarak FCA da Rehberinin bir parçası niteliğinde Kamuyu Aydınlatma Kurallarını (*Disclosure and Transparency Rules*) çıkarmıştır. FCA, bu noktada Kamuyu Aydınlatma Yönergesi hükümlerinin asgari içerik gerektirmesi sebebiyle daha sıkı düzenlemeler getirme yetkisine sahiptir.

20 Ocak 2007 tarihinde FCA tarafından çıkarılan DTR uyarınca ihraççı, oy hakkı sahiplerine ilişkin bilgileri, yıllık ve ara dönem finansal raporlarını, yıllık ve ara dönem faaliyet raporunu, ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin hak ve yükümlülüklerle ilişkin bilgiler gibi tüm bilgileri FCA'ya sunmak zorundadır. Ayrıca §89A-89G FSMA hükümleri uyarınca FCA da kesin ve makul bir sebeple birçok kişiden menkul kıymetlerin ihracına ilişkin bilgi vermesini talep edebilir. FCA'ya sağlanan bilgilerin herhangi birinin kamuya açıklanması ihmal edilir veya bir gecikme yaşanır, §89G FSMA uyarınca FCA ilgili bilgiyi kendisi kamuya duyurur. Ancak bu açıklama yükümlülüğüne uymamanın sonuçları arasında tazminat davasının yanı sıra MC uyarınca ilgili borsa tarafından işlem görmenin durdurulması veya FCA tarafından kottan çıkarma yaptırımının uygulanması da bulunmaktadır.

Bunun yanı sıra DTR 4 uyarınca, yıllık finansal raporlar, altı aylık ara dönem finansal raporlar ve yönetim kurulu faaliyet raporunun kamuya duyurulmasına dair dönemsel kamuyu aydınlatma yükümlülüğü öngörülmüştür. Bu belgelerde ihraççının finansal durumunun DTR 2.5.6R uyarınca doğru, tam ve dürüst resim ilkesine uygun bir şekilde sunulması gerekir. Ayrıca altı aylık dönemlerde düzenlenen her belgenin ilgili olduğu dönemdeki esaslı olayların ve işlemlerin de sunulması gerekir. Nitekim DTR

1A.3.2R uyarınca ihraççı FCA'ya sunduğu bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmadığına dair her türlü özeni göstermek ve önlemi almak zorundadır.

Özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemelere bakıldığında, içsel bilginin, DTR 2.2.4G uyarınca makul bir yatırımcı tarafından yatırım yapma kararı verilirken bilginin muhtemel fiyat etkisini gözönüne alacağı ve sermaye piyasası aracının fiyatı üzerinde ciddi bir etki göstermesi muhtemel olan bilgi olarak tanımlandığı görülmektedir. §118C Schedule 2(1) FSMA hükmü, içsel bilgiyi herkesçe bilinmeyen, ihraççıyı veya ilgili menkul kıymeti (*qualifying investment*) doğrudan veya dolaylı şekilde ilgilendiren, bilinseydi ilgili menkul kıymetin fiyatı üzerinde ciddi bir etkisinin olacağı, nitelikleri belirli olan (*information of precise nature*) bilgi olarak tanımlamıştır. Bu noktada bir bilginin içsel bilgi olup olmadığını belirlerken somut olay bazında makul yatırımcının ölçü olarak alınması gerektiği kabul edilmektedir.⁴⁰⁷ Birleşik Krallık hukukunda da MAR'daki tanıma benzer bir tanım yapılarak içsel bilginin nitelikleri belirli ve esaslı bir bilgi olduğu belirtilerek, söylentiler bu tanımın dışında bırakılmıştır.

İçsel bilginin hangi hallerde piyasa bozucu eylem niteliğinde kabul edileceği §118 Schedule 2(1) FSMA hükmünde belirlenmişken, §118B Schedule 2(1) FSMA hükmü içsel bilgiye erişimi olan kişileri, ihraççının yöneticileri, çalışanları ve bunlarla ilgili kişiler⁴⁰⁸ olarak belirlemiştir. Diğer taraftan MAR ile uyumlu olarak §118 et seq Schedule 2(1) FSMA'da piyasanın kötüye kullanımı kabul edilen uygulamalara yer verilmiştir. §119 Schedule 2(2) FSMA hükmünde ise FCA'ya hangi tür eylemlerin piyasa bozucu eylem olacağına ve kimlerin içsel bilgiye sahip kişi yani içerden öğrenen

⁴⁰⁷ DTR 2.2.6G, ayrıca bkz. Hudson, s. 337, para. 10-78.

⁴⁰⁸ Bu ilgili kişiler Türk hukukunda olduğu şekliyle §96B(2) FSMA hükmünde tanımlanmıştır.

(*insider*) olarak nitelendirileceğine ilişkin daha ayrıntılı düzenleme yapma yetkisi verilmiştir. Buna göre içsel bilgiye dayalı olarak piyasada işlem yapılması; mevzuatla öngörülenden farklı bir şekilde içsel bilginin açıklanması; piyasa kullanıcısının yatırım kararı verebilmesi için gereken bir bilginin açıklanmaması; ilgili yatırımın fiyatı, arz veya talebine ilişkin yanlış veya yanıltıcı bir izlenim uyandıracak işlem yapılması; yanlış veya yanıltıcı olduğu bilinen veya bilinmesi gereken bir bilginin yatırımcıya açıklanması; yatırımcıya yanlış veya yanıltıcı bir izlenim veren bilginin, ilgili konumdaki kişiden makul olarak beklenemeyecek bir şekilde açıklanması piyasa bozucu eylemlerdir.

FCA kendi Rehberinin bir parçası olarak §119 Schedule 2(2) FSMA uyarınca kendisine verilen yetki uyarınca gerekli düzenlemeyi MC olarak yapmıştır. MC'nin, içsel bilginin, borsa ortaklıklarındaki yönetimle sorumlu kişiler veya çalışanlar tarafından sınırlı bir zaman diliminde kötüye kullanılması suretiyle piyasa bozucu eylemlerde bulunulmasını ve kişisel bir menfaat sağlanmasını önleme amacı bulunmaktadır.⁴⁰⁹ Sınırlı zaman dilimi, ihraççı ortaklığın yıllık veya ara dönem raporlarının açıklanmasından önceki altmış günlük süreyi ifade etmektedir ve bu zaman diliminde kendisine özel bir izin verilen kişilerin dışında hiçkimse içsel bilgiye dayalı olarak işlem yapamaz.⁴¹⁰

İçsel bilginin açıklanmasının ertelenmesine ilişkin de düzenlemeler FCA tarafından yapılmıştır. DTR 2.2 ve §96A(2)(a) FSMA uyarınca, meşru çıkarlarını zedelemeyecekse ve erteleme için diğer şartları oluşmadıysa ihraççı, kendisini ilgilendiren

⁴⁰⁹ Bkz. Kotasyon Kuralları (*Listing Rules*), 9. Bölüm, 1. Ek, para. 1; Hudson, s. 376, para. 13-01.

⁴¹⁰ Kotasyon Kuralları (*Listing Rules*), 9. Bölüm, 1. Ek, para. 1(a).

herhangi bir içsel bilgiyi gecikmeksizin kamuya açıklamak zorundadır. Ortaklık içinde oluşmuş içsel bilginin, kamuya açıklanmasından önce bazı kişilerce kullanılmasını engellemek için gizliliğinin sağlanması gerekir, aksi halde ihraççının söz konusu içsel bilgiyi açıklaması şarttır. Ancak içsel bilginin konusu olan olay veya işleme ilişkin söylentilerin veya duyumların piyasada var olması halinde ihraççı, açıklama yapmasının gerekliliğine ilişkin bir değerlendirme yapmalıdır. DTR 2.7.1G uyarınca yapacağı bu değerlendirme sonucunda sessiz kalması mümkünse de, kamuya o içsel bilgiyi de açıklayabilir.

C. İsviçre Hukukunda

1. Genel Olarak

İsviçre hukukunda federal düzeyde sermaye piyasasını düzenleyen tek bir kanun ve genel anlamda kamuyu aydınlatmaya ilişkin genel bir hüküm bulunmamaktadır.⁴¹¹ Sermaye piyasasına federal düzeyde etki gösteren başta Borçlar Kanunu (OR) olmak üzere çeşitli kanunlar bulunmaktadır.⁴¹² 1 Ocak 2020 tarihinden önce geçerli olan sistemde, §752 OR hükmünde izahnameden doğan sorumluluk konusu düzenlenmişti. Ancak bu tarihten sonra §35 FIDLEG hükmü, halka arzlarda izahname hazırlanmasına yönelik bir yükümlülük getirmiştir⁴¹³

⁴¹¹ Reiter, M. T./ Reutter, T.: *Securities Litigation Review*, Chapter XX Switzerland, <https://www.baerkarrer.ch/publications/Securities%20Litigation%20Review_Switzerland.pdf> (Erişim Tarihi: 14.11.2018), s. 2; Meier-Schatz, C. J./ Larsen, K. D.: *Swiss Securities Regulation and Capital Market Law A Comprehensive Overview*, Denver Journal of Int. L. and Policy 1990, V. 18, s. 417-418 ve 423.

⁴¹² Ulusal Banka Kanunu (*Nationalbankgesetz*) yabancı banka banknotlarının ithalini sınırlamak ve ulusal menkul kıymetlerin yabancılar tarafından alımını sınırlama veya engellemeye dair Federal Konsey'e yetki vermektedir. Ayrıca Yatırım Fonları Kanunu (*Anlagefondsgesetz*) ve ikincil düzenlemeleri de ilgili alana özel düzenlemeler getirmektedir.

⁴¹³ 15 Temmuz 2018 tarihli ve 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren etkili olan FIDLEG ile, yürürlükten kaldırılan eski §652a OR hükmü benzer bir yükümlülük içermekteydi.

Bunun yanı sıra Borsalara ve Menkul Kıymet Ticaretine İlişkin Federal Kanun (SESTA) ve ikincil düzenlemeleri ile borsaların kendilerine ait kotasyon kuralları bulunmaktadır. Ayrıca Finansal Piyasalar Gözetim Kanunu, gözetim sistemini ve İsviçre Finansal Piyasalar Gözetim Kurumu (FINMA) başta olmak üzere gözetim araçlarını düzenlemektedir. Ceza Kanunu ve Ceza Muhakemeleri Kanunu da sermaye piyasasında işlenen suçlar anlamında kullanılmaktadır; özellikle Federal Ceza Kanunu m. 161, bilgi suistimalini yasaklayan bir hüküm olarak sermaye piyasası hukukunda doğrudan uygulama alanı bulmaktadır.

İsviçre hukuku menkul kıymetlerin⁴¹⁴ ihracı ile bunların borsaya kote edilmesi arasında bir ayırım yapmaktadır. Menkul kıymetlerin ihracı veya halka arzı tek başına kamuyu aydınlatmaya ilişkin herhangi bir yükümlülük getirmemektedir ve bu halde herhangi bir yere kayıt yaptırma veya herhangi bir idari kurumdan izin veya onay alınması zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak menkul kıymetlerin borsaya kote edilmesi için bazı şartların yerine getirilmesi gerekmektedir ve raporlama ile kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bu durumda borsaya kote olmakla başlamaktadır.

Menkul kıymetlerinin borsada işlem görmesi için ihraççı ortaklığın, kayıt izahnamesi hazırlayarak kotasyon başvurusunda bulunması gerekir.⁴¹⁵ Bu başvurunun en geç, kote edilmesi istenen menkul kıymetlerin işlem görmeye başlayacağı tarihten bir ay önce yapılması zorunludur. Bu başvuruda, kote edilmesi istenen menkul kıymetlerin kısa

⁴¹⁴ İsviçre Borçlar Kanunu m. 965 uyarınca menkul kıymet, senet olmaksızın devredilemeyen ve içerdiği hakkın ileri sürülemeyeceği şekilde hakkın senede bağlanmasıdır. Menkul kıymetler, aynı menkul kıymetler, tahviller ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır ve bu tür senetler, hamiline, nama veya emre yazılı düzenlenebilirler.

⁴¹⁵ İsviçre'deki Zürih merkezli SIX Borsası (*SIX Swiss Exchange*), uluslararası bir borsadır; ancak Berne Borsası (*Berne eXchange*) daha küçük ortaklıklar için daha az düzenlenmiş bir borsadır. İhraççının kotasyon başvurusunu ise ilgili kurula (*Admission Board*) yapması gerekir.

bir tarifinin yapılması, bu kıymetin hangi gün işlem görmeye başlayacağı, başvurudaki unsurların kotasyon kurallarına uygun olduğuna dair bir beyanın bulunması zorunludur. Kayıt izahnamesinde başvurunun kabul edilmesi için ihraççının ve ihraç edilen menkul kıymetlerin taşınması gereken bazı şartlar bulunmaktadır.⁴¹⁶ Kayıt izahnamesinde ise kote edilmesi istenen menkul kıymetlere ve ihraççının finansal raporlarına ilişkin bilgiler ile bu izahnameden dolayı sorumlu kişilerin kim olduğuna ilişkin bilgilerin yer alması gerekir.

Hazırlanan izahnamenin, arz edilecek menkul kıymetlerin satın alınabildiği tüm yerlerde yayımlanması gerektiği doktrinde baskın görüş olarak kabul edilmektedir.⁴¹⁷ Halka arzda izahname hazırlama yükümlülüğü genel olarak §35 FIDLEG hükmü ile düzenlense de ihraççı ortaklığın halka arzda başka bir yükümlülüğü söz konusu değildir. Hatta izahnamedeki bilgilerin güncellenmesine ilişkin kanuni bir zorunluluk söz konusu değildir; ancak doktrindeki baskın görüş uyarınca bir kere yayımlandıktan sonra izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde, içerdiği bilgilerin güncellenmesi gerekmektedir.⁴¹⁸

§35 FIDLEG uyarınca tahsisli satış, her bir nitelikli yatırımcıya bireysel olarak ulaşıldığı zaman yapılabilir ve bu durumda izahname hazırlama yükümlülüğü bulunmamaktadır. İzahname hazırlama yükümlülüğünün doğmaması için en fazla kaç tane nitelikli yatırımcıyla iletişime geçilmesi gerektiği konusu belirsiz olmakla birlikte baskın görüş uyarınca bu sayının yirmiye geçmemesi gerekmektedir.⁴¹⁹ Ancak bu tür

⁴¹⁶ İlgili şartlar için bkz. Zürih Kotasyon Yönergesi (*Kotierungsreglement Zürich*) §2 ve §3.

⁴¹⁷ Meier-Schatz/ Larsen, s. 436.

⁴¹⁸ Reiter/ Reutter, s. 6.

⁴¹⁹ Zürcher, W./ Speck, B. D.: *Swiss Equity Capital Markets Explained*, Int. Financial L. Rev. 2006, V. 25, s. 74.

yatırımcılarla iletişim kurma yöntemleri de önem arz ettiği için medyanın kullanıldığı hallerde halka arz yapıldığı düşünülebilir. Özellikle internet kullanımında parola ile sınırlanmış erişim imkanının bulunması ve internet sitesinde bu ihracın sadece tahsisli satışla yapılacağı bilgisinin yer alması gereklidir.⁴²⁰

Diğer bir kamuyu aydınlatma düzenlemesi olarak İsviçre Borçlar Kanunu m. 696'da ortaklığın, pay sahiplerinin yıllık genel kurul toplantısından en az on gün önce kar ve zarar durumunu, bilançoyu, denetim raporunu ve yönetimin işletme raporunu inceleme için açık tutuma zorunluluğu bulunmaktadır. Ayrıca bu belgelerin, bilgi alma ve inceleme hakkının kullanılabilmesi için bir yıl süreyle kamuya açık tutulması ve pay sahipleri tarafından talep edildiğinde bilanço ve karar-zarar durumuna ilişkin suret verilmesi gerekir. Yine de ihraççıların 1986 tarihli Haksız Rekabete Karşı Kanun hükümleri ile ortaklıklar topluluğu içerisinde yavru ortaklığın hakim ortaklıkla bağımlı çok vurgulamaması; aksi halde yavru ortaklığın borçlarından dolayı hakim ortaklığın sorumluluğunun (*Haftung aus erwecktem Konzernvertrauen*) doğabileceğine yönelik içtihat hukukuna dikkat etmeleri de gerekmektedir.⁴²¹

2. İzahname Hazırlama Yükümlülüğü

Yeni payların halka arzında izahname hazırlama yükümlülüğü genel olarak §35 FIDLEG hükmüyle; borçlanma senetlerinin halka arzında izahname hazırlama yükümlülüğü ise §1156(1) OR hükmüyle düzenlenmiştir. İsviçre'de sermaye piyasası hukuku kurallarının ihlalinden dolayı çok az sayıda dava görülmüştür; bunların içerisinde izahname dolayısıyla ihraççı veya bankalara karşı açılan davalar da yüksek bir

⁴²⁰ Zürcher/ Speck, s. 74.

⁴²¹ Zürcher/ Speck, s. 75.

oranı oluşturmaktadır.⁴²² İsviçreli yatırımcıların nispeten çok dava açma yanlısı olmaması, sınıf davası veya benzer bir usulü imkanın İsviçre hukukunda bulunmaması ve yatırımcıların yatırım kararı verirken aracı kurumlarına veya bankalarına güvenmesi dolayısıyla bir zarar doğduğunda önce bu kişi veya kurumlara karşı dava açmaları, bu durumun sebebi olarak gösterilmiştir.⁴²³

3. Kamuyu Sürekli Aydınlatma Yükümlülüğü

a. Özel Durumların Açıklanması

İsviçre borsalarında menkul kıymetleri işlem gören ortaklıkların uymaları gereken bazı kurallar Kotasyon Kuralları düzenlemesinde belirlenmiştir. Menkul kıymetleri borsada işlem gören ortaklıklar, Özel Durumlar Yönergesi §3⁴²⁴ uyarınca bu menkul kıymetlerinin fiyatını etkileyen bilgileri kamuya gecikmeksizin duyurmakla (*ad hoc publicity*) yükümlüdürler. İhraççının malvarlığına, sorumluluklarına, finansal durumuna veya işlerinin genel olarak gidişatına ilişkin bilgilerle finansal etkileri dolayısıyla ihraççının menkul kıymetlerinin fiyatlarında ciddi bir hareketlenme ile sonuçlanabilecek tüm yeni olgular, bu anlamda menkul kıymetin fiyatını etkiler.

Özel Durumlar Yönergesi §15 hükmünde, yapılacak açıklamaların doğru, tam ve açık olması ve zamanında yapılması yükümlülüğü öngörülmüştür. Açıklamaların ayrıca

⁴²² Reiter/ Reutter, s. 2.

⁴²³ Reiter/ Reutter, s. 2-3. Ancak İsviçre hukukunda birlikte dava açma uygulaması da mümkündür. Buna göre benzer ya da aynı nitelikteki talebe sahip davacıların birlikte dava açmaları veya bu nitelikte taleplerin olduğu davaları hakimnin birleştirmesi mümkündür. Ayrıca esas sözleşmelerinde hüküm bulunması şartıyla ulusal veya bölgesel öneme sahip bazı kurum ve kuruluşlar da birlikte dava açabilirler ki bu davalara grup davası denilmektedir. Grup davasında bu kurum veya kuruluşlar, sadece bir hukuka aykırılığın önlenmesini, sonlandırılmasını veya tespit edilmesini talep edebilirler. Bu tür grup davalarında zararın tazminine yönelik karar alınamaz.

⁴²⁴ Bkz. SIX Exchange Regulation zur Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität vom 20. März 2018, §3: Potentiell kursrelevante Tatsachen.

İngilizce, Fransızca veya Almanca dillerinden herhangi birinde yapılması yeterlidir. İhraççı, menkul kıymetlerinin fiyatını etkileyen bilgileri ana hatları ile öğrenir öğrenmez kamuya açıklamakla yükümlüdür, ancak bu yükümlülüğü ihraççının kendi başına yerine getirebilmesi zorunlu değildir, nitekim Özel Durumlar Yönergesi §10 uyarınca üçüncü bir kişi tarafından da açıklamanın yapılması mümkündür. SIX Borsasının, Özel Durumlar Yönergesi §21 uyarınca bu aydınlatma yükümlülüğüne uyulmadığı zaman üyelerine para cezası verme yetkisi bulunmaktadır.

Ortaklıkların özel durum açıklamalarının ertelenmesi SIX Kotasyon Kuralları⁴²⁵ m. 72, BX Kotasyon Kuralları⁴²⁶ m. 18 ve Özel Durumlar Yönergesi §16 ve 17 hükmü uyarınca bazı şartlarda söz konusu olabilmektedir. Menkul kıymetlerinin fiyatını etkileyen bilgiler, ihraççının bir kararına veya planına dayanıyorsa ve bu bilginin kamuya açıklanması ihraççının meşru çıkarlarını zedeleyecekse bilginin açıklanması ertelenebilir.

b. Finansal Raporların Açıklanması

FinfraG §35 hükmüne⁴²⁷ dayanılarak çıkarılan SIX Borsasının Kotasyon Kuralları §49 hükmü uyarınca menkul kıymetleri borsada işlem gören ortaklıkların, uygun finansal raporlama standartlarıyla hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarını ve ilgili bağımsız denetim raporlarını yıllık olarak hazırlayarak kamuya açıklamaları zorunludur. Hazırlanacak finansal raporlarda kullanılacak

⁴²⁵ SIX Swiss Exchange, Kotierungsreglement, 2019, <https://www.six-exchange-regulation.com/dam/downloads/regulation/admission-manual/listing-rules/03_01-LR_de.pdf> (Erişim Tarihi: 16.03.2019).

⁴²⁶ Kotierungsreglement der BX Swiss AG, bkz. <<https://www.bxswiss.com/regulatory-information>> (Erişim Tarihi: 16.03.2019).

⁴²⁷ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG) vom 19. Juni 2015.

raporlama standartları, Finansal Raporlama Yönergesi §6 et seq hükümlerinde⁴²⁸ belirlenmiştir ve bu hükümlere göre ihraççılar IFRS, U. S. GAAP, Swiss GAAP ve İsviçre Bankacılık Kanununda belirlenen standartlardan herhangi birini kullanabilir. Ancak herhangi bir dönem için düzenlenebilecek ara dönem finansal raporların ve ara dönem bağımsız denetim raporlarının hazırlanması veya kamuya açıklanması ihtiyaridir. Kotasyon Kurallarına uyulmaması halinde borsa yönetimi tarafından uygulanabilecek yaptırımlar da SIX Borsasının Kotasyon Kuralları §59 et seq hükümlerinde belirtilmiştir.

Diğer taraftan ortaklıklar ayrıca bilançolarına, oy hakları %5'i geçen pay sahiplerini; yöneticilerine veya müdürlerine ödediği ücretleri; yönetici veya müdürlerinin sahip olduğu özsermaye faizleri veya opsiyon haklarını eklemek zorundadır.⁴²⁹ Her bir finansal yılın sonrasındaki altı ay içerisinde hazırlanması gereken yıllık finansal raporlar ve konsolide finansal raporların, §697h(1) OR uyarınca genel kurulda onaylandıktan sonra denetim raporu ile birlikte ya İsviçre Resmi Ticaret Gazetesi'nde⁴³⁰ basılması ya da onaylanmasından sonraki bir yıl içerisinde isteyen her pay sahibine masrafları ödenerek gönderilmesi zorunludur. Ortaklıklar ayrıca ilgili dönemin bitiminden itibaren en geç dört ay içinde hazırlanacak ara dönem finansal raporlarını yayımlamak zorundadır.

c. Diğer Açıklamalar

Menkul kıymetleri borsada işlem gören bir ortaklığın oy haklarının %33.3'ünden daha fazlasını doğrudan veya dolaylı olarak elinde bulunduran tüm gerçek veya tüzel

⁴²⁸ SIX Swiss Exchange Richtlinie betr. Rechnungslegung vom 25. Oktober 2018.

⁴²⁹ İlgili yükümlülükler için sırasıyla bkz. §663c OR, §663b OR ve §663c(3) OR.

⁴³⁰ Das Schweizerische Handelsamtsblatt (SHAB), bkz. <<https://shab.ch/#!/gazette>> (Erişim Tarihi: 16.03.2019).

kişiler, aleni pay alım teklifi yapmak zorundadırlar. SESTA m. 32 uyarınca ortaklıklar kendi esas sözleşmelerinde bu oranı %49'a çıkarabilirler veya bu yükümlülüğü tamamen kaldırabilirler.

Menkul kıymetleri borsada işlem gören ortaklıkların uyması gereken diğer bir yükümlülük, yöneticilerinin yaptıkları ve kendi sermayesi üzerinde doğrudan veya dolaylı olarak etkisi olan işlemlerin kamuya duyurulmasıdır. SIX Borsasının yayımladığı Yönerge uyarınca ortaklıklar ayrıca kurumsal yönetim ilkelerine uymak; aksi halde sebebini açıklamak zorundadırlar.⁴³¹ İsviçre'de bulunan diğer bir borsa olan BX, bu şekilde bir yönerge yayımlamamıştır, ancak üyelerinin kurumsal yönetim ilkelerine uymasını beklemektedir. Menkul kıymetleri SIX Borsasında işlem gören ortaklıkların son olarak da paysahiplerinin elindeki payların bazı eşikleri aşması halinde bu durumdaki pay sahiplerinin ortaklığı haberdar etmesinin üzerine SESTA m. 21 uyarınca borsaya bilgi verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Menkul kıymetleri borsada işlem gören ortaklıkların denetçilerinin §727b(1)(2) OR uyarınca bazı özel mesleki yeterliliklerinin bulunması da gerekmektedir.

⁴³¹ SIX Exchange Regulation, Directive on Information Relating to Corporate Governance, 20 March 2018, Art. 7.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA KAMUYU AYDINLATMA

A. Kavramın Gelişimi

Osmanlı döneminde 19. yüzyıla kadar çoğunlukla hayır amacına yönelik olan ve belirli faizlerle para ödücü veren vakıflar tarafından girişimlerin tamamı finanse ediliyordu.⁴³² Gerçek anlamda sermaye piyasası faaliyetleri ise Osmanlıdaki iktisadi hayatın büyük ölçüde tarım sektörüne dayanması sebebiyle Avrupa ve ABD'ye nazaran daha geç tarihlerde görülmüş ve Osmanlı devletinin dış borca başvurusuyla beraber, herhangi bir hukuki çerçeve olmaksızın ortaya çıkmıştır.⁴³³

1854 yılındaki Kırım savaşı sonrasında özellikle Osmanlı dış borçları nedeniyle, Eshamı Umumiyye Devlet adı ile hamile yazılı tahviller çıkarılarak piyasadaki tüm nama yazılı senetler toplanmış ve bu yeni tahvillerin tedavülünün kolaylaştırılması için bazı düzenlemeler de öngörülmüştür.⁴³⁴ Osmanlı sermaye piyasasında aktif olarak ticaret yapan özellikle İstanbul'daki azınlıklardan oluşan kesim, belirli bir faiz karşılığında kredi verme işlevini yerine getiren ve özel bir tüzüğü bulunan esnaf derneği niteliğindeki 'Galata Bankerleri' olmuştur. Osmanlı'nın özellikle Avrupalı devletler nezdinde itibarı çok ciddi manada sarsılmış olsa da Galata Bankerleri Osmanlı devletinin zor zamanlarında yanında olmuş, devlete kredi vererek İstanbul'da bir borsa kurulmasını ve buradan kar elde etmeyi amaçlamışlardır.⁴³⁵ Bizans'tan kalan ve ticaret ağları büyük

⁴³² İhtiyar, s. 38.

⁴³³ İhtiyar, s. 38-39; Küçüksozen, s. 67.

⁴³⁴ Küçüksozen, s. 68.

⁴³⁵ Galata Bankerleri verdikleri borç karşılığı aldıkları Osmanlı tahvillerini kendi aralarında tedavül edebiliyorlardı, ancak devletin, karşılığında borçlandığı senetler nama yazılı olup kişiler arasında

Avrupa ekonomilerine ulaşan Galata bankerleri, Osmanlı devletinin yerel yönetimlerine ve ordusuna finansman sağlamaktan hazinenin açığını kapatmaya kadar Osmanlı ekonomisine büyük katkıda bulunmuşlardır.⁴³⁶

1866 yılında Galata borsasının resmi olarak isim değiştirmesi sonucunda Dersaadet Tahvilat Borsası, alacaklı olan devletlerin desteği ile İstanbul'da kurulmuştur.⁴³⁷ Borsanın kurulması ile borsa tüzüğü de çıkarılmış, yirmi kişilik bir borsa komitesi ve bir de borsa komiserliği oluşturulmuştur. Borsa komiserliğinin en kayda değer görevi ise borsanın işleyişini denetlemektir; ancak bu denetim ayrıca ve aslen Maliye Bakanı tarafından da gerçekleştirilmekteydi.⁴³⁸

1874 yılında ilk Borsa Yönetmeliği çıkarılmış ve bu borsa ile Osmanlı, 1895'li yıllarda Avrupa'da sayılı piyasa merkezlerinden biri haline gelmişti;⁴³⁹ ancak karşılaşılan en büyük problem saraya yakın kişilerin, devlet tahvillerine ilişkin alınacak kararları öğrenmeleri ve buna göre piyasada faaliyet göstermeleriyle ortaya çıkan bilgi suistimali olmuştur.⁴⁴⁰ Aynı zamanda 1895 tarihinde kurulan bir ortaklığın dahil olduğu skandalda, dönemin Osmanlı Bankası müdürü, piyasanın diğer yatırımcılarını tamamen hayali bir düşünce çerçevesinde yatırım yapmaya teşvik etmiş ve sonuçta yatırımcılar ellerinde kalan ve hiçbir değeri olmayan hisse senedi ile büyük zararlara

tedavül edilemiyor ve ilgili kişinin mirasçılara dahi kalmıyordu, Küçüksozen, s. 68. O dönemde Galata Bankerlerinin çabalarıyla kurdukları dernek, gerek dış ülkelerde gerekse de halk arasında ekonominin gidişatına yönelik olumlu bir adım olarak görülmüştü, Kazgan, H.: Tarih Boyunca İstanbul Borsası, İMKB Yayınları, İstanbul 1995, s. 85.

⁴³⁶ Galata bankerlerinin Osmanlı ekonomisinde oynadıkları büyük ve önemli role ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Kazgan, s. 30-35 ve 83 vd.

⁴³⁷ 19 Kasım 1871 tarihinde yürürlüğe giren Dersaadet Tahvilat Borsası Nizamnamesi ile bu borsa, yarı yasal ve yarı resmi kuruluş niteliğini kazanmıştır, Kazgan, s. 68.

⁴³⁸ İhtiyar, s. 43; Küçüksozen, s. 71.

⁴³⁹ Yasaman (Menkul Kıymetler), s. 14; Karşlı, s. 219; İhtiyar, s. 41; Küçüksozen, s. 68.

⁴⁴⁰ İhtiyar, s. 41; Küçüksozen, s. 68.

uğramışlardır.⁴⁴¹ Ancak II. Abdülhamit döneminde borsaya ve borsa işlemlerine ilgi artmış, hatta Osmanlı ortaokul, lise ve askeri liselerinde bu alanla ilgili dersler açılmıştı.⁴⁴²

1906 yılında Dersaadet Tahvilat Borsası, Esham ve Tahvilat Borsası olarak adını değiştirmiştir. Dönemin kamuyu aydınlatmaya yönelik hükümler içeren ilk hukuki metni, 1906 tarihli Esham ve Tahvilat Borsası Nizamnamesidir. Borsa komiseri, Nizamname m. 5 ile piyasada gerçekleşen ve kamuyu aydınlatma ilkesini zedeleyen hileli veya aldatıcı işlemleri borsa meclisine bildirmekle görevlendirilmişti. Ayrıca Nizamname m. 9 ile de borsa komiserine borsaya kayıtlı ortaklıkların genel kurullarına katılma görevi de verilmişti. Menkul kıymetlerin borsaya kotasyon şartları Nizamname m. 35 ile değiştirilmiş ve yabancı ortaklıkların borsaya kaydı, yıllık gelir ve bilanço tablolarını bir veya birkaç gazetede yayımlama şartına bağlanmıştı. Cezai yaptırımlara da bağlanan ve Nizamname m. 78-79'da düzenlenen 'manipülasyon', bir suç olarak tanımlanmıştı. Yapılan tüm bu düzenlemeler, modern anlamda kamuyu aydınlatma ilkesine yaklaşımdan oldukça uzak kalmış ve sonuç olarak da pratiğe bile yansımamıştır.⁴⁴³

⁴⁴¹ Osmanlı Bankası müdürü Sir Edgar Wircent, Güney Amerika'da bir altın madenin bulunduğuna dair annesinin görmüş olduğu bir rüyaya dayanarak çeşitli işadamlarını kafasında tasarladığı planlara inandırmayı başarmış ve banka müdürü olmasının verdiği güven sonucunda, kurulan Transvaal Altın Madenleri Şirketinin hisse senetleri halk tarafından büyük ilgi görmüştür, Yasaman (Menkul Kıymetler), s. 14, dn. 8; Kazgan, s. 95-97. Ancak sonrasında müdürün altın bulunduğu iddia edilen yere hiç ayak basmadığının ve haberlerin asılsız olduğunun anlaşılması üzerine hisse senetleri değerini yitmiştir, ayrıntılı bilgi için bkz. Kazgan, s. 95 vd.; İhtiyar, s. 42; Karlı, s. 219.

⁴⁴² II. Abdülhamit döneminde İstanbul halkı başta olmak üzere tüm halkın yoğun bir şekilde ve bilinçli olarak borsa ile ilgilendiği İstanbul, Londra ve Paris borsalarından gelen haberleri yakından takip ettiği görülmüştü, Kazgan, s. 80. O dönemde ilk ticaret lisesi bile açılmış ve buna yüksek bölüm eklenerek borsacılık eğitimi verilmeye başlanmıştı. Hatta II. Abdülhamit'in kendine özel bir borsacısının bile olduğu ve ölümüne çok üzüldüğü belirtilmektedir, Kazgan, s. 98-99.

⁴⁴³ İhtiyar, s. 45.

Her ne kadar I. Dünya Savaşı esnasında Esham ve Tahvilat Borsası kapatılsa da 1929 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adıyla ve daha kapsamlı hazırlanan yasal çerçeve ile 1447 sayılı Kanun⁴⁴⁴ ile tekrar açılmıştı. Bu kanuna göre menkul kıymetlerin borsaya kaydı zorunlu değil iken, diğer bazı düzenlemeler tahvillerin borsaya kote edilmesini gerektirmekteydi. Dolayısıyla resmi pazarda işlem gören menkul kıymetler genellikle kamu tahvilleri olmuştu ve diğer menkul kıymetler borsa dışında tedavül etmekteydi. Bunun sebebi, 1447 sayılı Kanun'da borsadaki resmi pazar dışında başka bir pazarın öngörülmemesi⁴⁴⁵ ve bu borsaya kote edilmeyen menkul kıymetlerin nasıl alınıp satılacağına ilişkin herhangi bir hüküm bulunmamasıydı. 1938 yılında döviz fiyatlarındaki dalgalanmanın oluşturduğu endişe sebebiyle, çıkarılan bir kararname ile bu borsa üç yıl süreyle kapatıldıktan sonra, Kambiyo Esham ve Tahvilat Borsası adı ile Ankara'ya taşınmış ancak işlem hacmi düşük kaldığı için 1941 yılında tekrar İstanbul'a alınmıştı.

Çok partili siyasi hayata geçişten sonra 1946'da kurulan ve liberalleşmeyi savunan partiler döneminde dış ticaret politikası değiştirilerek dış pazarlara yönelim artmıştı. Cumhuriyetin ilk döneminde yürütülen politikalar doğrultusunda özel sektörün sermaye birikiminin artırılması ile şirketleşme sağlanmış ve bu sayede şirketlerin kredi ihtiyaçlarının sağlanması için bankacılık yaygınlaşmıştı.⁴⁴⁶ Hatta 1965'ten sonra hızlı bir holdingleşme süreci başlamış, ancak 1956 tarihli eTTK dışında sermaye ortaklıklarına yönelik bir kanuni düzenleme olmadığı için menkul kıymet çıkaran ortaklıklar, bu

⁴⁴⁴ 16 Mayıs 1929 tarihli ve 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu.

⁴⁴⁵ 1447 sayılı Kanuna göre borsa, Maliye Bakanlığına bağlı, sınırlı özerkliğe sahip ve tüzel kişiliği olmayan bir kamu kuruluşu idi. Nitekim bu borsa, devlet borsası idi ve uzman borsa üyeleri yerine kamu otoritesi tarafından atanan bir Borsa Komiseri bulunmaktaydı, Kazgan, s. 115.

⁴⁴⁶ Küçüksozen, s. 72.

kıymetleri borsada değil bankerler eliyle satmıştı. Ancak 1970'lerde Türk ekonomisi daha çok içe dönük olduğu halde yerli malların üretimi için ithal ürünlerin kullanılması ve Türk Lirasında ciddi değer kayıpları yaşanması sebebiyle enflasyon %100'e ulaşmıştı.⁴⁴⁷

Türkiye'de 1980-1992 yılları arasındaki dönem ise ABD'nin Mavi Gök Kanunları dönemine benzetilmektedir.⁴⁴⁸ Bu dönemin özellikle kamuyu aydınlatma ilkesi açısından dikkat çeken iki olayı mevcuttur. Öncelikle sağlık sektöründeki girişimcilerin bir kısmı hisse senetlerini geniş kitlelere satarak, 1967 yılında kurdukları Hastaş A.Ş.'yi, halka reklamlar ve kampanyalar ile tanıtarak bir yıl sonra fon toplamayı başarmışlardır. Yüksek kar getirisi olduğunu düşünen yatırımcı, hiçbir hukuki düzenlemenin olmadığı bir sermaye piyasasına güvenerek önemli miktarlarda yatırımlar yapmıştır. Ancak Hastaş, dönemin anonim ortaklıklar açısından tek geçerli kanunu eTTK'nın öngördüğü hukuki prosedüre uymadan halktan para toplamasına rağmen yatırımcıya en başta vaat edilen kazancı sağlayamadan iflas etmiştir.⁴⁴⁹ Böylece özel sektörün ilk halka arz girişimi olan Hastaş, iki yıl içinde toplanılan tüm fonu eriterek tasfiyeye girmiş ve bu girişim, büyük bir başarısızlıkla sonuçlanmıştır.⁴⁵⁰

Dönemin diğer önemli olayı ise yüksek faizin olduğu bir bankacılık sektöründe para piyasasında yatırımcının parasına likidite garantisi veren ve bu şekilde halktan para toplanması sonucunda gerçekleşen Bankerler Krizidir.⁴⁵¹ 24 Ocak 1980 tarihinde alınan

⁴⁴⁷ Kazgan, s. 124-125.

⁴⁴⁸ Coşkun, s. 12.

⁴⁴⁹ Küçüksözen, s. 74.

⁴⁵⁰ İhtiyar, s. 49; Adıgüzel, s. 6-7; Keskin, s. 25, dn. 101; Küçüksözen, s. 74.

⁴⁵¹ Tuncer, S.: Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), Okay Yayın Dağıtım, İstanbul 1985, s. 30. Ayrıntılı bilgi için bkz. Küçüksözen, s. 72-77; Kazgan, s. 128 vd.

ekonomik kararlar doğrultusunda bankalar mevduata uygulanan faiz oranlarını serbest bırakmışlar ve büyük bankalar karşısında çok yüksek faiz getirisi sunan küçük bankalar, faiz yarışına girişmişlerdir.⁴⁵² Söz konusu yarışta, faiz getirisini mevduat sertifikasına bağlayarak halktan para toplayan banker adı verilen kuruluşlar ortaya çıkmıştı.⁴⁵³ İlk halka arzlarda, mevzuattaki sınırlandırmalar gereği faiz oranları, her zaman enflasyon oranının altında kaldığı için borsadaki satışlar daha çok ikincil piyasalarda kontrol edilemez bir şekilde artmıştı.⁴⁵⁴

İkincil piyasalarda öncelikle şirket tahvillerini ve mevduat sertifikalarını satan ve zamanla sayıları artan bankerler, kendi düzenledikleri belgelere karşılık olarak topladıkları fonları da istedikleri yerlere aktarmaktaydılar. O dönemde çıkarılan 2944 sayılı eSPKn'nun kapsamına da girmeyen bu tür faaliyetler sonucunda eğer fonlar aktarılmışsa bu fonların aktarıldığı ortaklıklar zamanında ödeme yapmayınca; eğer gerçek kişilerin elinde kaldıysa da bu kişilerin ödemelerinin gecikmesi sonucunda, bankerler de kendi müşterilerine olan borçlarını ödeyemeyip iflas etmişlerdir.⁴⁵⁵ Sermaye piyasası hukuku, halihazırda dünya çapında da büyük finansal krizlerden sonra gelişme gösteren bir hukuk dalı olduğu için doktrinde bu kuralların tepki niteliğine

⁴⁵² Küçüksözen, s. 76.

⁴⁵³ Bu sermaye piyasası bankerleri, 1447 sayılı Kanuna göre Banker sıfatıyla Borsa üyeleri arasında olup faaliyetlerini borsa dışında gerçekleştiren menkul kıymet komisyoncuları idi, ayrıntılı bilgi için bkz. Kazgan, s. 128 vd.

⁴⁵⁴ 1981 yılında, özellikle köşebaşı bankerlerinin iş hacmi ünlü bankerlerinkini bile aşmıştı, çünkü gazetelerdeki ilanlarda kendi bonolarını %150'ye varan yüksek faiz oranlarına veren köşebaşı bankerlerine halk büyük ilgi göstermiş ve ellerindekileri satarak bu bankerlerin senetlerini almışlardır, bkz. Kazgan, s. 129.

⁴⁵⁵ İhtiyar, s. 50; Kazgan, s. 130. Ancak bu tür bankerler, aldıkları fonları geri vermeye niyetli olmayan piyasa bankerleridir, sermaye piyasası bankerleri ise genel olarak tahvil ve mevduat sertifikası satarak sanayi sektörünü finanse etmişlerdir, bkz. Küçüksözen, s. 191.

değinildiği görülmektedir.⁴⁵⁶ Nitekim 1980’li yıllardaki bu olaylardan sonra birtakım düzenlemeler yapmak zorunlu hale gelmiştir.

Türkiye’de esas olarak Anglo-Sakson sermaye piyasası hukuku sisteminden esinlenen 1981 tarihli ve 2499 sayılı eSPKn’na kadar sermaye piyasasına özgü bir hukuki düzenleme olmadığı için modern borsanın kurulması ve gelişmesi 1986 yılından sonra olmuştur. Sermaye Piyasası Etüdünün yayınlanması ile 1962’de ilk kez bu piyasaya özgü vergisel, iktisadi ve hukuki çalışmalara başlanmıştır.⁴⁵⁷ Ancak yine de 1982 yılına kadarki dönemde, kamuyu aydınlatma kavramı, ilk kez 1963 tarihinde Ticaret Bakanlığı’na sunulmak üzere hazırlanan bir raporda hukuki bir terim olarak kullanılmıştır.⁴⁵⁸ Devamında ise sermaye piyasası alanındaki ilk kanun çalışması olarak alanında uzmanlardan oluşan bir komitenin çalışması sonucunda Sermaye Piyasasının Teşviki ve Tanzimi Hakkında Kanun Tasarısı 1964 yılında hazırlanmıştır. Tasarının ilk halinde halka açık anonim ortaklıklar, merkez kavram olarak kullanılırken sonrasında menkul kıymetler kavramı merkez kavram haline getirilmiş ve bunların halka arzı ve

⁴⁵⁶ Goldstein/ Yang, s. 118; Çetin (Analiz), s. 2. Ayrıca benzer bir değerlendirme için bkz. 2499 Sayılı Kanun Gerekeşi, (20 Mart 1981), Milli Güvenlik Konseyi (S. Sayısı: 217), T.C. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Tetkik Dairesi Başkanlığı Sayı: 101-716/07659, Genel Gereke No. 1, <https://www.tbmm.gov.tr/tutanaklar/TUTANAK/MGK_/d01/c004/mgk_01004065.pdf> (Erişim Tarihi: 23.07.2019).

⁴⁵⁷ Tekinalp (Esaslar), s. 1; Sumer, A.: Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, Alfa, İstanbul 2002, s. 3. Türkiye’de sermaye piyasasının kurulması ve geliştirilmesi için gereken hukuki düzenlemelerin neler olduğunu tespit etmeye yönelik hukuki çalışmalar yapılmıştı ve bu hukuki çalışmalar, Reha Poroy ve Turgut S. Erem tarafından yürütülmüştü. Bu Etüd’e ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler, Sermaye Piyasası Etüdü, Ankara 1964.

⁴⁵⁸ Kavram ilk kez Hirsch ve Tekinalp tarafından kullanılmış ve doktrin ile yasal düzenlemelerde yaygın olarak kabul görmüştür, bkz. Tekinalp (Yedek Akçeler), s. 11; Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 95; Kaya, s. 15, dn. 45.

denetimi düzenlenmiştir.⁴⁵⁹ Tasarı üzerinde bazı değişiklikler ve düzeltmeler yapıldıktan sonra ise 1981 tarihli ve 2499 sayılı eSPKn çıkarılmıştır.

2499 sayılı eSPKn'nun amacı, m. 1'de halkın kalkınmaya katkıda bulunmasını teşvik etmek olarak belirlenmiş ve bunu sağlamak için de birikimlerini değerlendirmek isteyen tasarruf sahiplerinin korunmasını garanti altına almak gerekmiştir. Bu kanunla kurulan SPKr, potansiyel yatırımcının bu piyasada korunmasını sağlamak için düzenleyici ve denetleyici işlemlerini yaparken bu amacı gözetmekle yükümlüdür.

1981 yılından itibaren sermaye piyasası düzenlemeleri, 2499 sayılı eSPKn, 1983 tarihli ve 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında KHK, Menkul Kıymetler Borsaları Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği'nden oluşmaktaydı. SPKr, eski kanun döneminde çıkardığı çeşitli tebliğler ile o dönemde kamuyu aydınlatmaya ilişkin birtakım düzenlemeler yapmıştı.⁴⁶⁰ 1993 yılında ise İMKB, SEC tarafından yatırım yapılabilir yabancı borsa olarak tanınmıştır.⁴⁶¹

⁴⁵⁹ Tekinalp (Esaslar), s. 2-4.

⁴⁶⁰ Bunlardan bazıları, 09/03/1994 tarihli ve 21872 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: IV, No: 8 sayılı Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği; 20/7/2003 tarihli ve 25174 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VIII, No: 39 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği; 14/07/2003 tarihli ve 25168 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: I, No: 31 sayılı Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği; 02/09/2009 tarihli ve 27337 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: IV, No: 44 sayılı Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği; 06/02/2009 tarihli ve 27133 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VIII, No: 54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği; 6/2/2009 tarihli ve 27133 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VIII, No: 57 sayılı İhraç Ettiği Sermaye Piyasası Araçları Bir Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıkların Özel Durumlarının Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği; 21/01/2009 tarihli ve 27117 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: II, No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğdir.

⁴⁶¹ İMKB "Kabul Görmüş Ülke Dışı Yatırım Piyasası" (*Offshore Securities Market*) olarak tanınmıştır ve hatta dünya çapında bu unvanı alan 22. borsa olmuştur, Kazgan, s. 149; Gündoğdu, s. 155.

eSPKn'nun ilk halinde sadece belirli dönemlerde kamunun aydınlatılması gerekli iken, 1992 tarihli ve 3794 sayılı Kanun ile değişik halinden sonra eSPKn'da sürekli ve özel durumlarda kamunun aydınlatılması zorunlu hale gelmiştir. 2002 tarihinde ise SPKr, İMKB ve TÜSİAD-Sabancı Üniversitesinin katılımıyla oluşturulan çalıştayda, “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu” adıyla çalışmalar yapılmış ve taslak bir rehber hazırlanarak kurumsal yönetim tanımlanmıştır. SPKr da sonrasında 2003 tarihinde “Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri”ni kabul etmiş⁴⁶² ve bu ilkelere uyulmasını sermaye piyasasında faaliyet gösteren ortaklıklar açısından kısmen veya tamamen zorunlu tutmuştur.

Günümüzde ise Kurumsal Yönetim Tebliği m. 5 uyarınca halka açık anonim ortaklıkların bazı İlkelere uymaları zorunlu iken, bazı ilkeler açısından ‘uygula yoksa açıkla’ esası benimsenmiştir.⁴⁶³ Bu tebliğe göre uymakla yükümlü oldukları ilkelere uyum için ortaklıkların karar almaları ve kurumsal yönetim uyum raporu hazırlamaları ve uyum zorunluluğunu yerine getirmeyenlerin de sebebini açıklamaları gerekmektedir. Ancak 2499 sayılı eSPKn döneminde yapılan araştırmalara göre İMKB-50 endeksi içindeki ortaklıkların kamuyu aydınlatma performanslarının oldukça düşük olduğu ve SPKr tarafından zorunlu tutulan Kurumsal Yönetim İlkelerinin 17 maddesinin tümüne ilişkin herhangi bir açıklama yapmamış oldukları tespit edilmiştir.⁴⁶⁴ 2009’da ise KAP

⁴⁶² 04.07.2003 tarihli ve 35/835 sayılı SPKr Kararı, SPKr’nun 2003/32 sayılı Haftalık Bülteninde yayımlanmıştır.

⁴⁶³ Seri: II, No: 17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği, 03.01.2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. Bu Tebliğ m. 3/1/F’de tanımlandığı üzere ‘[p]ayları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan’ ortaklıkların tebliğdeki hükümlere uymaları zorunludur. Yine de Kurumsal Yönetim Tebliği m. 5 uyarınca ortaklıkların uymak zorunda oldukları kurumsal yönetim ilkelerinden olmayan diğer ilkeler sadece tavsiye niteliğindedir. Uyulması zorunlu ilkelere ilişkin genel olarak bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 166 vd.

⁴⁶⁴ Aynı araştırmada özellikle yabancı portföy yatırımcılarının paylarının oranı ile ortaklıkların kamuyu aydınlatma performansları arasında pozitif bir ilişki de tespit edilmiştir. Ancak yabancı yatırımcıların mı kamuyu aydınlatma performansı yüksek olan ortaklıkları tercih ettiği veya ortaklıkların mı bu

aktif olarak kullanıma açılmış ve VIII-61 sayılı Tebliğ⁴⁶⁵ ile bu platformda açıklamaların nasıl yapılacağı düzenlenmiştir.

Bugün ise 6362 sayılı SPKn ile 6102 sayılı TTK, sermaye piyasası düzenlemelerine yasal bir zemin sağlamaktadır. Sermaye piyasası mevzuatında kamuyu aydınlatma ilkesinin gelişimine bakılacak olursa, 6362 sayılı SPKn m. 1’de kanunun amacının şeffaf bir piyasa işleyişine sahip olmak ve yatırımcıları korumak olduğu belirtilmektedir. Kamuyu aydınlatma ilkesi de şeffaflık ilkesinin tamamlayıcı ilkelerinden ve yatırımcının korunmasını güvence altına alan ilkelere dendir.

SPKn m. 3/j’de izahnamenin bir kamuyu aydınlatma belgesi olduğu belirtilmiş ve bu kavram tanımlanmasa da kanunda açıkça kullanılmıştır. SPKn m. 4 vd.’da halka arzlarda izahname hazırlanması ve SPKn’ca onaylanması esasları düzenlenmiştir. SPKn m. 10’da belirli kişilerin izahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden doğan zararlardan dolayı sorumluluğu hükme bağlanmıştır. SPKn m. 11’de ihraç belgesi düzenlenmiş ve bu belgeden doğan sorumluluk için 32. maddeye atıfta bulunulmuştur. SPKn m. 14’te kamuyu aydınlatma belgesi olan finansal raporların düzenlenmesi ve bunlardan doğan sorumluluk açıklanmıştır. SPKn m. 15’te ise özel durum açıklamalarına yer verilerek hangi durumlarda bu tür açıklamaların yapılacağı belirlenmiştir. SPKn m. 32’de ise kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun esasları genel olarak düzenlenmiştir. SPKn. m. 63’te ise bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının, faaliyetleri sonucunda

yatırımcıların varlığı sebebiyle kamuyu aydınlatma performanslarını yüksek tuttukları belirlenememiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Ertuna/ Tükel, s. 23 ve 32.

⁴⁶⁵ Seri: VIII, No: 61 sayılı Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak Kamuyu Aydınlatma Platformuna Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, 30.05.2009 tarihli ve 27243 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

hazırladıkları raporlarda yer alan hukuka aykırı bilgiler dolayısıyla sorumlulukları öngörülmüştür. Ancak sermaye piyasası mevzuatında belirli haller dışında halka açık anonim ortaklıklar için genel bir kamuyu aydınlatma yükümlülüğü öngörülmemiştir.⁴⁶⁶

6362 sayılı SPKn'na dayalı olarak çıkarılan ve bu çalışmanın konusuyla ilgili başlıca ikincil düzenlemeler ise İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği,⁴⁶⁷ Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği,⁴⁶⁸ Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ,⁴⁶⁹ Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği,⁴⁷⁰ Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ,⁴⁷¹ Özel Durumlar Tebliği,⁴⁷² Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği,⁴⁷³ Pay Tebliği,⁴⁷⁴ ve Borçlanma Araçları Tebliğidir.⁴⁷⁵

B. Sermaye Piyasası Mevzuatında Kamuyu Aydınlatma

1. Genel Olarak

Birçok ülkede zorunlu veya gönüllü kamuyu aydınlatmanın yanı sıra özellikle yıllık raporlar, özel durumların açıklanması veya dönemsel kamuyu aydınlatma

⁴⁶⁶ Çatakoğlu, B.: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, Seçkin, Ankara 2016, s. 312; Kütükçü, D.: *Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğünü İhlal Etmeleri Nedeniyle Doğan Sorumluluğu*, İstanbul Barosu Dergisi 2004, C. 78, S. 1, s. 55.

⁴⁶⁷ Seri: II, No: 5.1 sayılı Tebliğ, 22.06.2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmi Gazete.

⁴⁶⁸ Seri: II, No: 5.2 sayılı Tebliğ, 28.06.2013 tarihli ve 28691 sayılı Resmi Gazete.

⁴⁶⁹ Seri: II, No: 13.1 sayılı Tebliğ, 07.08.2014 tarihli ve 29081 sayılı Resmi Gazete.

⁴⁷⁰ Seri: II, No: 14.1 sayılı Tebliğ, 13.06.2013 tarihli ve 28676 sayılı Resmi Gazete.

⁴⁷¹ Seri: II, No: 14.2 sayılı Tebliğ, 30.12.2013 tarihli ve 28867 mükerrer sayılı Resmi Gazete.

⁴⁷² Seri: II, No: 15.1 sayılı Tebliğ, 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete.

⁴⁷³ Seri: II, No: 15.2 sayılı Tebliğ, 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete.

⁴⁷⁴ Seri: VII, No: 128.1 sayılı Tebliğ, 22.06.2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmi Gazete.

⁴⁷⁵ Seri: VII, No: 128.8 sayılı Tebliğ, 07.06.2013 tarihli ve 28670 sayılı Resmi Gazete.

yükümlülüğü gibi sürekli kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeler mevcuttur.⁴⁷⁶ Türk sermaye piyasası hukukunda da açıklamaların yer, zaman, şekil, içerik, konu ve kapsamının mevzuatla belirlenmesi bakımından zorunlu kamuyu aydınlatma yaklaşımı benimsenmiştir. Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde bir taraftan sorumluların bazı hususları belirli şartlarda ve şekillerde kamuya açıklama yükümlülükleri bulunmakta; diğer taraftan SPKn m. 128/1/b uyarınca SPKr, kamunun yeterli, zamanında ve doğru aydınlatılmasını sağlamak amacıyla genel veya özel nitelikli kararlar alabilmektedir.

Bu sistemde kamuyu aydınlatma ilkesi sayesinde yatırımcının bilgi ihtiyacını karşılayan çeşitli araçlar ile yatırımcının tüm bilgileri zamanında, doğru, tam ve eksiksiz edinmesi amaçlanmaktadır. Bir kere açıklanan bilgilerin güncelliğinin korunması da sürekli kamuyu aydınlatmayı zorunlu kılmakta ve böylece sistem kendi içinde şeffaf bir ortam sağlamaktadır. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü uyarınca sermaye piyasası aracının değerini veya yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgi, olay ve gelişmeler ve diğer hususlar, belirli belgeler hazırlanarak kamuya açıklanır. Yatırımcının bu durumda başlıca bilgi kaynağı halka arzlarda izahname ile halka arz edilmeksizin yapılan ihraçlarda ihraç

⁴⁷⁶ G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 41. Örnek olarak, OECD'nin 2019'da yayımlanan Factbook'una göre, 47 farklı ülkenin %53'ünde 'uygula yoksa açıkla' düzenlemesi, kanunda veya bir tüzükte öngörülmekte iken %28'inde kotasyon kurallarında, %2'sinde ise diğer kaynaklarda öngörülmektedir, ayrıntılı bilgi için bkz. OECD, Corporate Governance Factbook 2019, <<https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>> (Erişim Tarihi: 23.07.2019), Şekil 2.1, s. 30. Ayrıca borsa ortaklıklarının kurumsal yönetime ne kadar uyum sağladıklarına ilişkin bkz. OECD Factbook, Tablo 2.4, s. 47 vd. Örneğin Almanya'da ilişkili taraf işlemlerinin dönemsel kamuyu aydınlatma kapsamında IAS 24 uyarınca finansal tablolarda ve özel durumların açıklanması yoluyla kamuya duyurulması gerekmektedir, bkz. OECD Factbook, Tablo 3.6, s. 91 vd. Çeşitli ülkeler bazında yapılan kurumsal yönetim kurallarının hangi kaynaklarda düzenlendiği, hangi kurum tarafından uygulandığı, bu kurallara uyum oranına ilişkin ayrıntılı bilgi ve sayısal verilere ulaşmak için bkz. OECD Factbook 2019.

belgesi iken diğer durumlarda finansal raporlar ile özel durum açıklamaları gibi sürekli kamuyu aydınlatma belgeleridir.⁴⁷⁷

2499 sayılı eSPKn uyarınca yapılacak halka arzlarda öncelikle bir izahname düzenlenmesi gerekmekteydi ve bunun yanı sıra sermaye piyasası aracını tanıtmak ile kamuyu bu aracı satın almaya davet etmek için matbu olarak düzenlenen metinler bulunmaktaydı. 2499 sayılı eSPKn m. 6/1’de “*halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti sirküler ile yapılır*” ifadesi yer almaktaydı. Sirküler, bir reklam veya ilan niteliğinde değildi ve bu metinde yer alan bilgilerin sınırlı, yalın ve doğru bilgileri içermesi gerekmekteydi. Doktrinde ise sirkülerin içeriğinin izahnameninki ile aynı olmasının gerekip gerekmediği tartışılmaktaydı ve izahnamede yer alan tüm bilgileri içermesi maliyetli olduğundan, sirkülerde, izahnameye sadece atıf yapılması ve sirkülerin temel bilgileri içermesinin yeterli olduğu ileri sürülmekteydi.⁴⁷⁸

6362 sayılı SPKn m. 32’de ilk kez açıkça kamuyu aydınlatma belgeleri kavramından ayrı bir kavram olarak söz edilmiş, ancak tanım yapılmamıştır. Kamuyu aydınlatma belgelerinin başlıcaları SPKn m. 32’de örneklerle sayıldığı üzere birincil piyasalarda öncelikle izahname, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ve ihraç belgesi, finansal raporlar, bağımsız denetim raporları, ilan ve reklamlar; ikincil piyasalarda bağımsız denetim raporları, özel durum açıklamaları ve finansal raporlardır. Bu belgeler dolayısıyla öngörülen sorumluluk sistemi de kamuyu aydınlatma belgelerinin tümü açısından benzer şekilde düzenlenmemiştir.

⁴⁷⁷ Çetin, N./ Töremiş, H./ Cantimur, Z.: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistemik Analizi, Yetkin, Ankara 2014, s. 168.

⁴⁷⁸ Ayoğlu, T.: Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, Vedat, İstanbul 2008, s. 128.

Bu çerçevede kamuyu aydınlatma türleri ve bu açıklamanın yapıldığı belgelere ilişkin doktrinde çeşitli ayrımlar yapılmaktadır. Kamuyu aydınlatma, yapılan açıklamaların niteliği bakımından şekli ve maddi kamuyu aydınlatma; aydınlatmanın mevzuat gereği yapılıp yapılmaması açısından zorunlu ve gönüllü kamuyu aydınlatma; aydınlatmanın hangi piyasada yapıldığına göre birincil veya ikincil piyasalarda kamuyu aydınlatma şeklinde sınıflandırılmakta ve bu açıklamalar yukarıda belirtilen belgeler aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bu belgelerin KAP'ta yayımlanmasının yanı sıra kamunun aydınlatılması ilkesine uygun olarak bazı kurumların yaptığı diğer bildirimlerin de KAP'ta yayımlanması söz konusudur. Aşağıda kamuyu aydınlatmanın türlerine göre bu açıklamalar ve açıklamaların yapıldığı belgeler ayrıntılı olarak incelenmektedir.

2. Kamuya Yapılacak Açıklamaların Niteliği

a. Açık ve Anlaşılır Olmak

Kamuya açıklanacak bilgilerin niteliği, kamuyu aydınlatma belgelerindeki yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden doğacak sorumluluğun belirlenmesi açısından önem arz etmektedir. Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin herkes tarafından tamamen anlaşılması mümkün olmamakla birlikte gerekli de değildir. Açıklanacak bilgilerin niteliği bu bilgilerden yararlanacak kişiler açısından önemli olduğu için açıklamanın muhatabının makul yatırımcı olarak belirlenmesi⁴⁷⁹ ve açıklamaların da makul yatırımcıların anlayacağı şekilde kısa, açık ve anlaşılır olması gerekir. Yatırımcıların tamamen mantıksız tercihler yapmaları mümkün olmakla beraber bu tarz

⁴⁷⁹ Yatırımcı kavramına ve türlerine ilişkin ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. aşa. “Davacılar” başlığı altındaki açıklamalar.

yatırımcılar, genellikle sermaye piyasası hukukunun düzenlenme alanının kapsamına girmezler.

Piyasadaki yatırımcıların eğitim düzeylerinin farklı olması sonucunda kurumsal veya nitelikli yatırımcılar daha az bilgiyle yapılan açıklamayı dahi doğru bir şekilde değerlendirebilir iken bireysel yatırımcılar, yatırım kararı vermek için daha fazla bilgiye ihtiyaç duyabilir.⁴⁸⁰ Kamuya yapılan açıklamaların anlaşılabilir olup olmadığı tespit edilirken piyasaya ilişkin ortalama bilgiye sahip olmayan bireysel yatırımcıların esas alınması kamuya daha fazla ve ayrıntılı bilgi açıklanmasına; dolayısıyla açıklama maliyetlerinin artmasına ve daha da önemlisi bilgi kirliliğine sebep olacaktır.⁴⁸¹ Diğer taraftan bu konu düzenlenirken, kurumsal veya nitelikli yatırımcıların esas alınması ise asgari düzeyde ve oldukça özet bir şekilde kamuya açıklama yapılmasına; dolayısıyla bazı yatırımcıların bu açıklamayı anlamamasına sebep olacaktır. Nitekim Alman Federal Mahkemesinin bir kararında, kurumsal veya nitelikli yatırımcıların dışında kalan bireysel yatırımcıların bir ortaklığın finansal bilgilerini tamamen anlayıp değerlendirebilmesinin kendilerinden beklenemeyeceği vurgulanmıştır.⁴⁸²

Kurumsal ve nitelikli yatırımcıların öncelikle piyasanın işleyişini ve fiyat oluşumunu anlama konusunda belirli bir uzmanlıkları ve fiyatların seyrini belirleyebilme

⁴⁸⁰ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 125; Karacan, s. 515. Sermaye piyasasında uzmanlaşmış kişilerle uzmanlaşmamış kişiler gözönünde bulundurularak ortalama bir yatırımcı tipinin esas alınmasına yönelik benzer bir görüş için bkz. Kabaalioğlu, H.: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İktisadi Yayın Ltd. Şti, İstanbul 1985, s. 233-234.

⁴⁸¹ Manavgat (Halka Arz), s. 198-199. Nitekim bu kişilerin piyasa veya fiyat analizini tek başlarına doğru bir şekilde yapmaları da mümkün değildir, Manavgat, Ç.: Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), SPKı Yayınları No 64, Ankara 1997, s. 79.

⁴⁸² BGH, IX ZR 344/11, 18. September 2012, para. 10 ve 30, (<<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=6fb93a9829aff8dee34cfdc459677384&nr=29990&pos=3&anz=4>>, Erişim Tarihi: 11.10.2017).

güçleri bulunmaktadır.⁴⁸³ Hatta bireysel yatırımcıların sermaye piyasalarında aktif olmaya başlamaları bile kurumsal yatırımcılar aracılığıyla mümkün olduğu için, gerek birincil gerekse de ikincil piyasalardaki ortalama yatırımcı profilinin de aslında profesyonel müşteri profili olduğu belirtilmektedir.⁴⁸⁴ Kamuya açıklanan bilgilere bireysel yatırımcılar tarafından neredeyse hiç önem atfedilmediği dolayısıyla bu bilgilerin kullanılması için profesyonel müşteri (*professional investor*) tarafından anlaşılması gerektiği bu anlamda *Wielgos* davasında belirtilmiştir.⁴⁸⁵ Dolayısıyla ABD hukukunda sorumluluğun unsurlarının profesyonel müşteri esas alınarak incelenmesi gerektiği ileri sürülmüştür.⁴⁸⁶ Diğer taraftan piyasa hilesi teorisinin benimsendiği bazı davalarda bilginin açık ve anlaşılır olmasının ölçütü olarak profesyonel müşteriler değil, analistler esas alınmış ve sorumluluktan kurtulmak için gerçek bilginin kamuya duyurulmasının gerekli olduğuna hükmedilmiştir.⁴⁸⁷

⁴⁸³ Dalley, s. 1101-1102; Romano, R.: *Empowering Investors A Market Approach to Securities Regulation*, Yale L. Journal 1997-1998, V. 107, s. 2378.

⁴⁸⁴ Newman, J. M./ Herrman, M./ Ritts. G. J.: *Basic Truths: The Implications of the-Fraud-on-the-Market For Evaluating the Misleading and Materiality Elements of Securities Fraud Claims*, the Journal of Corporation L. 1995, V. 20, N. 4, s. 574 ve 586. Nitekim kamuya açıklanan bilgilerin tüm yatırımcılar tarafından benzer düzeyde algılanamaması sorunu, derecelendirme kuruluşlarının, açıklanan bilgileri yorumlamaları nedeniyle derecelendirmeye ilişkin düzenlemeler sayesinde çözülebilir, Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 38-39.

⁴⁸⁵ U. S. Court of Appeals, *Wielgos v. Commonwealth Edison, Co.* 892 F.2d 509 (7th Circuit, 1989), (<<https://casetext.com/case/wielgos-v-commonwealth-edison-co>>, Erişim Tarihi: 21.09.2019). Açıklamanın, ilgili yatırımcı tarafından anlaşılabilir bir formatta sunulması gerektiğine veya bilgiyi işleyecek olan diğer sermaye piyasası kurumlarına sunulması gerektiğine ilişkin bkz. Dalley, s. 1120.

⁴⁸⁶ Newman/ Herrman/ Ritts. s. 586, yazarlar burada piyasa hilesi teorisinin (*fraud on-the-market theory*) benimsendiği davalar açısından özellikle bilginin esaslılık ve yanlıcılık unsurları açısından profesyonel müşterilerin ölçü olarak alınmasını teklif etmektedirler. Bunun dışında yine etkin piyasa teorisinin temellerine dayanan ve piyasa hilesi teorisinden üretilmiş başka bir teoriye göre (*truth on-the-market*), kamuya açıklanan hukuka aykırı bilgiye ilişkin gerçek durum, profesyonel müşteriler tarafından biliniyorsa, bu hile, piyasa fiyatlarına bir şekilde yansımış olacağı için zarar doğmamış olacaktır, bkz. Langevoort (Behavioural Approach), s. 177. Bu teori *Wielgos* davasından benimsenmiştir, benzer şekilde bkz. In re Apple Computer Sec. Litig., 886 F.2d 1109 (9. Cir. 1989).

⁴⁸⁷ Örneğin bkz. U. S. Court of Appeals, *United States v. Contorinis*, 692 F.3d 136 (2nd Cir. 2012), (<<https://casetext.com/case/united-states-v-contorinis>>, Erişim Tarihi: 11.04.2019), s. 142, Daire bu kararında, birkaç analist veya profesyonel müşteri tarafından bilinen bir bilginin kamuya açıklanmış bir bilgi niteliğinde olduğu, çünkü bu kimselerin, söz konusu bilgiyi piyasadaki menkul kıymet

Kamuya açıklanacak bilginin sunulacağı kişilerin bilgiyi algılama ve değerlendirme seviyelerinin aynı olması beklenemeyeceği için gereğinden fazla bilginin açıklanması ‘bilgi kirliliğine (*information overload*)’ yol açacaktır.⁴⁸⁸ Bu durum, yatırımcıların kafalarını daha çok karıştırabileceği için kamuya açıklanan bilgilerin aşırı olmaması gerekmektedir. Kamuya gereğinden fazla miktarda bilginin açıklanması ile oluşacak bilgi kirliliği sonucu yatırımcı bilgiyi istenildiği gibi algılayıp değerlendiremeyecek, dolayısıyla yatırımcının en iyi yatırım kararını vermesi zorlaşacaktır.⁴⁸⁹ Bu doğrultuda bilgi kirliliği sonucu bilinçli yatırım kararı veremeyen yatırımcıların bilgiye hiç erişimi olmayan yatırımcılara göre daha kötü kararlar aldığı tespit edilmiştir.⁴⁹⁰

Diğer bir deyişle, yatırımcı kendisine bilgi sunulsa bile makul kararlar veremeyeceği için bu noktada idari kurumların müdahalesi gerekmektedir. Nitekim Almanya’da ihraççıların her türlü bilgiyi gönüllü aydınlatma yoluyla açıklamaya eğilimi olması ve kamuyu aydınlatmanın ortaklığın reklam malzemesi haline gelmesi sonucu

fiyatlarına yansıtacağı değerlendirmesinde bulunmuştur. Benzer yorumlar için bkz. U. S. District Court, D. New Jersey, *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264 (D.N.J. 1989), s. 1286, (<<https://casetext.com/case/cammer-v-bloom>>, Erişim Tarihi: 25.12.2018); U. S. District Court, D. Oregon, *Steiner v. Tektronix, Inc.* 817 F. Supp. 867 (D. Or. 1992), s. 880-882, (<<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/817/867/1459389/>>, Erişim Tarihi: 17.08.2018); U. S. Court of Appeals, *Sailors v. Northern States Power Co.*, 4 F.3d 610 (8th Cir. 1993), s. 612-613, (<<https://casetext.com/case/sailors-v-northern-states-power-co>>, Erişim Tarihi: 05.10.2018).

⁴⁸⁸ Manavgat (Halka Arz), s. 197; İhtiyar, s. 115; Özer, I.: *Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunamayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme*, BATİDER 2018, Cilt XXXIV, S. 1, s. 46-48; Keskin, s. 52; Möllers, T. M. J.: *Investor Protection in the System of Capital Markets Law Legal Foundations and Outlook*, North Carolina Journal of Int. L. And Commercial Regulation 2010, V. 36, N. 1, s. 67; Ertugay, s. 32; Dalley, s. 1105-1106 ve 1115 vd.

⁴⁸⁹ Veil. (European Law), s. 276. Moloney, N.: *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. Edition, OUP, Oxford 2014, s. 773. Bilgi kirliliğinin etkisi, bireysel yatırımcıdan profesyonel yatırımcıya kadar her bir yatırımcı üzerinde kendisini göstermekte ise de, bu etkinin büyüklüğü değişkenlik göstermektedir, Özer, s. 48.

⁴⁹⁰ Camerer/Loewenstein/Weber, s. 1244-1246.

yatırımcının hangi bilgilerin daha ilgili ve önemli olduğunu anlayamadığı ortaya koyulmuştur.⁴⁹¹ Bunun üzerine 2001 yılında kamuya yapılmış 5,421 tane açıklama mevcut iken, Alman kanun koyucusu, dönemin AB düzenlemesi olan MAD m. 6(1) hükmüne (şimdiki MAR m. 17 (1)(2) hükmünün ikinci cümlesine) uygun olarak §15(2) WpHG hükmüyle bu uygulamayı yasaklamış ve sonucunda da 2014 yılında kamuya yapılmış açıklamaların sayısı 1,564'e kadar düşmüştür.⁴⁹²

Zorunlu kamuyu aydınlatmanın, kişisel özgürlüğün kısıtlanması ve serbest sermaye piyasası anlayışının zedelenmesine yol açacağına inanılmasına rağmen doktrinde hala en iyi modelin, kamuyu aydınlatma modeli olduğu belirtilmektedir.⁴⁹³ Bu görüşe göre zorunlu kamuyu aydınlatma ile yatırımcının ihraççıya ilişkin yatırım kararı verebilmesi, ihraççının kendisine sunduğu bilgilere dayanmaktadır.⁴⁹⁴ Dolayısıyla ihraççıya kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün verilmesi ile yatırım kararları kontrol edilmekte ve ihraççılar başta olmak üzere açıklama yapanlar bu açıklamalardan sorumlu olmaktadır.

b. Bağımsız Denetime Tabi Olmak

Finansal raporlarla kamuya açıklanacak bilgilerin özellikle bağımsız denetime tabi tutulması gereklidir, çünkü bağımsız denetimden geçmiş olma, bir bilginin doğru ve

⁴⁹¹ Koch, s. 350, para. 8; Gerner-Beuerle (Gatekeepers), s. 10. Hangi bilgilerin daha önemli, yararlı, gerekli ve doğru olduğunu anlayamama ve dolayısıyla yanlış veya ilgisiz bilgilere göre yatırım kararı verme, bilgi kirliliğinin doğal sonucudur, bkz. Dalley, s. 1115 vd.; Magat/Viscusi, s. 90-91; Keller/Staelin, s. 200-201.

⁴⁹² Koch, s. 350, para. 8.

⁴⁹³ Veil (European Law), s. 277.

⁴⁹⁴ Bu teoriye ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Franck, J. U./ Purnhagen, K.: *Homo Economicus, Behavioural Sciences, and Economic Regulation: On the Concept of Man in Internal Market Regulation and its Normative Basis*, EUI Working Papers 2012, Law No. 2012/26. <<http://ssrn.com/abstract=2180895>> (Erişim Tarihi: 25.06.2017), s. 7-9.

dürüst olduğuna dair karine oluşturacak kadar önemli bir özelliktir.⁴⁹⁵ Genel olarak finansal raporlar ortaklık içindeki görevlilerce hazırlanmakta ve denetim komitesi gibi ayrı bir birim tarafından da denetlenmektedir.

2499 sayılı eSPKn döneminde şirket dışında bir denetim mekanizmasının yokluğu, özellikle ülkemizde, hazırlanan raporların gerçeği yansıtmasını engellemekte ve bu raporların, yönetimin beklentilerine göre şekillenmesine sebep olmaktadır.⁴⁹⁶ Dolayısıyla hazırlanan finansal raporların ortaklığın dışından, alanında uzman olan bağımsız üçüncü bir kişi tarafından incelenmesi ve standart ilkeler doğrultusunda kontrol edilmesi gerekmektedir. Nitekim 6362 sayılı SPKn hükümleri uyarınca kamuyu aydınlatma ilkesinin gerçekleştirilmesi için özellikle finansal bilgiler açısından muhasebe ve denetim standartlarına uygun bilgilerin açıklanması gerekmektedir, çünkü kamuya açıklanacak bilgilerin denetlenmiş olması hususu, esasen kamuyu aydınlatma kavramının kapsamına dahildir.⁴⁹⁷ Dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesinin vazgeçilmez bir koşulu olarak finansal raporların bağımsız denetimden geçirilmiş olması, gelişmiş bir sermaye piyasasının özelliklerindedir.⁴⁹⁸

Finansal raporların denetimden geçirilmiş olmasına ilişkin yükümlülük anonim ortaklıklar bakımından TTK m. 397 hükmü ile öngörülmüş ve bağımsız denetimin kapsamının finansal tablolar ile yönetim kurulu yıllık faaliyet raporunun denetlemesi olduğu belirtilmiştir. Finansal tabloların denetiminin kapsamına ise envanter, muhasebe,

⁴⁹⁵ Kaya, s. 19, dn. 62; İhtiyar, s. 64-65; Ertugay, s. 66. Benzer doğrultuda bkz. TÜSİAD, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 1999, Yayın No. TÜSİAD-T/2000-06-285, Lebib Yalkın, İstanbul 2000, s. 25. Hatta bağımsız denetimin öneminden ötürü bağımsız denetim kuruluşlarının faaliyetlerinin kamusal bir faaliyet haline geldiğine ilişkin bkz. Urkan, s. 42.

⁴⁹⁶ Küçüksözen, s. 122; benzer yönde bkz. Ertugay, s. 66.

⁴⁹⁷ Kaya, s. 18; Küçüksözen, s. 123; Çetin (Analiz), s. 13; Urkan, s. 42.

⁴⁹⁸ Urkan, s. 42.

iç denetim ve riskin erken saptanması komitesinin raporunun denetimi girmektedir.⁴⁹⁹ Finansal tablo ve faaliyet raporunun denetimden geçmemiş olması da ayrıca TTK m. 397/6 uyarınca bu raporların düzenlenmemiş hükmünde olması sonucunu doğurur.⁵⁰⁰ Bu durum ise ortaklığın birçok anlamda işleyememesine sebep olurken ilgililer için hukuki, idari ve cezai sorumluluk doğurur.⁵⁰¹

Bağımsız denetimden geçmemiş finansal tablo veya faaliyet raporundaki bilgileri içeren açıklamalar hukuka aykırı olacaktır ve SPKn hükümleri uyarınca üçüncü kişilerin zarar görmesi halinde ortaklığın sorumluluğu doğacaktır.⁵⁰² Ancak halka açık anonim ortaklıkların 3 ve 9 aylık finansal tablolarının bağımsız denetimden geçirilme zorunluluğu bulunmadığı gibi, bu tablolardaki bilgilerden yararlanılarak kamuya başka bazı açıklamalar yapmak mümkündür. Dolayısıyla bu açıklamaların kamuyu aydınlatma ve yatırımcının korunması ilkesiyle bağdaşmadığı açıktır ve bu açıklamalara güvenen yatırımcının zarar görmesi ihtimali bulunmaktadır. Sonuç olarak bu unsura tamamlayıcı bir unsur olarak da sorumluluk rejiminin belirli ve açık bir şekilde düzenlenmesi

⁴⁹⁹ Göktürk, K.: *Denetimden Doğan Hukuki Sorumluluk*, Muhasebe ve Denetim Sempozyumu- İktisadi Gelişmede Muhasebe ve Denetimin Önemi, 27-28 Eylül 2017- İstanbul, Önka, Ankara 2017, s. 388.

⁵⁰⁰ Düzenlenmemiş hükmünde olmanın ne anlama geldiği tartışmalıdır. Bir görüşe göre, denetimden geçmemiş finansal tablo ve faaliyet raporu yok hükmünde iken, Manavgat'ın da savunduğu (Denetim, s. 507-508) diğer görüşe göre bu belgeler butlanla batıldır. Bu tartışmaya ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, Ç.: *Denetim Yaptırmamanın Hukuki Sonuçları*, Muhasebe ve Denetim Sempozyumu İktisadi Gelişmede Muhasebe ve Denetimin Önemi, 27-28 Eylül 2017- İstanbul, Önka, Ankara 2017, s. 504 vd.

⁵⁰¹ Ortaklığın pay sahiplerine kar dağıtımı, yönetim kurulu üyelerine ödenecek ücretlerin belirlenmesi gibi birçok husus ortaklığın finansal tablolarına ve bu tablolarda ortaya çıkan duruma bağlı olduğu için bu tabloların düzenlenmemiş sayılması, ortaklık açısından etkileri bakımından oldukça ciddi bir durumdur. Örneğin, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 11 uyarınca ilk halka arzda finansal tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi ve izahnamede buna yer verilmesi gereklidir. Diğer taraftan bağımsız denetimden geçmemiş finansal tabloların kamuya açıklanması, ortaklığın BİST Pay Piyasası Yakın İzleme Pazarına alınmasına sebep olabilir. Söz konusu örnekler ve sorumluluk konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat (Denetim), s. 510 vd.

⁵⁰² Ancak tek başına bu husus, kamuya açıklanan finansal tablo ve faaliyet raporundan dolayı sorumluluğun doğmasına sebebiyet vermemektedir, Manavgat (Denetim), s. 514.

denetimin kalitesini arttıracığı gibi açıklamaların daha güvenilir olmasının sigortası işlevini de görür.⁵⁰³

c. Yeterli ve Sürekli Olmak

İhraççı ortaklık hakkında kamuya açıklanacak bilgiler yeterli olmalıdır; yanlış, yanıltıcı veya eksik olamaz; abartılamaz. Açıklanacak bilgilerin ortaklıkla ilgili olarak örneğin yöneticilerin sorumluluğu, tecrübeleri, üçüncü kişiler lehine tesis edilen aynı haklar, ortaklık gelirleri ve mali yapısı, ortaklığın taraf olduğu davalar veya takipler, ortaklık varlıklarının cari değeri ve karlılığı gibi önemli bilgiler olması gerekmektedir.⁵⁰⁴ Eğer yatırımcı tarafından bilginin doğru değerlendirilmesi için zorunluysa değişiklik veya dalgalanmalar miktar veya tutar olarak ifade edilmeli; durumun ilgili olduğu karşı taraf bildirilmelidir.⁵⁰⁵

Kamuya açıklanan bilgilerde meydana gelen değişikliklerin de daha sonrasında aldatıcı bir nitelik kazanmaması için gecikmeksizin kamuya açıklanması gerekmektedir. Kamuya çeşitli kaynaklardan açıklama yapıldıysa, bu açıklamaların tamamının birlikte değerlendirilmesiyle ortaya çıkan durumun (*total mix of information*), gerçeği yansıtması halinde yapılan açıklamaların yeterli olduğu düşünülebilir.⁵⁰⁶ Ayrıca kamuya

⁵⁰³ Çetin (Analiz), s. 13; Sayar, s. 75.

⁵⁰⁴ Karşlı, s. 462. Bilginin yeterli şekilde açıklanması sonucu, belirli olgunluktaki bilgi, olay ve gelişmelerin yatırım kararı verilirken anlaşılması için gereken ayrıntıları ile açıklanması, bilginin niteliklerinin belirli olmasını da (*precision of information*) içermektedir. Bu durumda piyasadaki bilginin kalitesinin bazen artacağına bazen de azalacağına ilişkin oluşturulan ekonomik model ve elde edilen bulgular hakkındaki ayrıntılı bilgi için bkz. Golstein/ Yang, s. 119 vd.

⁵⁰⁵ Kayar, İ.: Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Etik Kurallar, IFA Yayıncılık, Ankara 2002, s. 72; Ünal (Mevzuat), s. 381.

⁵⁰⁶ Manavgat (Teklif), s. 81-82; yazar burada bilginin etkin bir yöntemle ve yatırımcının kolayca bilgiye ulaşabileceği kadar yaygın bir şekilde kamuya ulaştırılmış olmasını gerekli görmektedir. Diğer taraftan piyasanın etkinliğinin sağlanması için sadece piyasadaki toplam bilginin değil, ayrıca bu bilginin kaynağının da önemli olduğu doktrinde ifade edilmiştir. Bu görüşe göre yatırım kararlarının alınmasında içsel bilgiden ziyade, dışsal bilgi (*outsider information*) daha önemli bir rol oynamaktadır. Piyasa fiyatlarının etkinliği ile yatırım kararlarının alınması, açıklanan bilginin yeni bir

açıklanacak bilgilerin çok aşırı detaylı olması da makul bir yatırımcının kafasını karıştırabileceği için kamuyu sunulacak bilgilerin yatırım kararlarını vermeye yarayacak şekilde gerekli, tam, yeterli, kullanışlı ve özlü olması gerekmektedir. Nitekim bu bilgi doktrinde yatırım kararını etkileyecek esaslı bilgi olarak kamuyu aydınlatma belgelerinde yer aldığında sorumluluğa sebep olabilecek nitelikte bilgidir.

Kamuya açıklanacak bilgilerin sürekliliği ise 2499 sayılı eSPKn'nun 3794 sayılı Kanun⁵⁰⁷ ile değiştirilmesinden sonra kamuya yapılan açıklamalar açısından sağlanan bir nitelik olmuştur.⁵⁰⁸ Buna göre süreklilik, ihraççı ortaklığın sürekli olarak bir dış denetime tabi tutulması ve bu denetim sonucunun kamuyla paylaşılması ile kurulan düzendir. Sürekli bir denetimin ve sorumluluğun olduğu bir kamuyu aydınlatma sistemi, ihraççı ortaklığın kurumsallaşmasını da sağlamaktadır. Nitekim eSPKn m. 16/3 ve 16/A hükümlerinin yerini alan 6362 sayılı SPKn m. 14 ve 15 hükümleri de bu ilkeye hizmet etmektedir.

ç. Doğru ve Dürüst Olmak

Kamuya yapılan açıklamaların, doğru olması ve gerçek duruma sadık kalarak bir tablo çizmesi yani dürüst resim ilkesine uygun olması gerekmektedir. Dürüst resim ilkesi, sürekli olarak değişen ve gelişen dinamik bir kavram olduğu için tam bir tanımının verilmesi zordur,⁵⁰⁹ ancak açıklanan raporlarda olayların özünün ve esaslı

bilgi olmaması halinde birbiriyle doğru orantılı olarak artmaktadır. Bu görüşün ayrıntıları için bkz. Edmans/Jayaraman/Schneemeier, s. 74 vd. ve özellikle s. 93; Goldstein/ Yang, s. 135.

⁵⁰⁷ 29.04.1992 tarihli ve 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun, 13.05.1992 tarihli ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁵⁰⁸ Paslı, s. 251-252.

⁵⁰⁹ Bu sebeple ilkenin tanımı ve kapsamının, uygulamada belirlenmesi beklenir, ancak uygulama da muhasebe ilkeleri ve standartları ile şekillendiği için bu ilkenin tanımı ve kapsamı da muhasebe

noktarlarının gerçeğe uygun olmasını ifade etmektedir. Nitekim FASB, Kavramsal Çerçeve’inde muhasebe bilgisinin niteliksel özelliklerinden birini gerçeğe uygunluk (*faithful representation*) olarak belirlemiştir.⁵¹⁰ Benzer şekilde TMS/TFRS Kavramsal Çerçevede bu ilkenin tanımı verilmemekle birlikte, finansal bilgilerin gerçeğe uygun şekilde sunulması olarak ifade edilmektedir.⁵¹¹

Günümüzde özellikle muhasebe hukuku ve sermaye hukuku açısından temel bir ilke kabul edilen⁵¹² dürüst resim ilkesinin kökeni Birleşik Krallık hukukunda 1844 tarihli Kanuna (*The Joint Stock Companies Registration and Regulation Act*) dayanmaktadır. Bu ilke tüm Kıta Avrupası hukuk sistemlerine dürüst resim ilkesi olarak (*true and fair view*) girmiş⁵¹³ ve AB hukukunda da ilk kez, şu anda yürürlükte olmayan 78/660/EEC sayılı Dördüncü Yönergesinde⁵¹⁴ sermaye ortaklıklarının finansal tablolarına ilişkin olarak ve sonrasında da 83/349/EEC sayılı Yedinci Yönergesinde⁵¹⁵ konsolide hesaplara

standartlarıyla belirlenir, bkz. Durak, M. G./ Dalkılıç, A. F./ Demir, G.: *Muhasebe ve Hukuk İlişkisinde Bir Kesişim Noktası: Dürüst Resim İlkesi*, MÖDAV 2011, S. 1, s. 276-277.

⁵¹⁰ FASB, Conceptual Framework for Financial Reporting—Chapter 1, The Objective of General Purpose Financial Reporting, and Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful Financial Information (a replacement of FASB Concepts Statements No. 1 and No. 2), s. 16 vd.

⁵¹¹ KGK, Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve, Bölüm 3: Faydalı finansal bilginin niteliksel özellikleri, s. 8 vd. Nitekim hukuk alanında bu ilkenin, dürüst resim ilkesi olarak ifade edildiğine ilişkin olarak bkz. Durak/ Dalkılıç/ Demir, s. 281.

⁵¹² Sunum ve raporlama ilkeleri hiyerarşisindeki üst ilkelere biri de (*overriding principle*) dürüst resim ilkesidir, Poroy, R./ Tekinalp, Ü./ Çamoğlu, E.: Ortaklıklar Hukuku II, 13. Baskı, Vedat, İstanbul 2017, s. 292, para. 1478e; Durak/ Dalkılıç/ Demir, s. 271 ve 285. İlke, bu niteliği dolayısıyla, finansal raporlara ve denetime ilişkin olarak bu ilkeye uymayan diğer standart ve hükümleri bertaraf etmekte ve gerçeğe uygun bir görünüm gerektirmektedir, TTK m. 515 Gereğesi; Özkorkut, s. 164, dn. 18. Bu durumda örneğin TTK m. 78/1/d’de yer alan genel değerlendirme esaslarından ihtiyatlılık ilkesi ile dürüst resim ilkesi arasında bir çatışma meydana gelirse dürüst resim ilkesine öncelik verilmelidir, Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar II), s. 294, para. 1478g; ayrıca bkz. Avrupa Topluluğu Mahkemesi (the General Court, 10th Chamber), 03.10.2013 tarihli ve C-322/12 sayılı kararı, para. 37 ve 43.

⁵¹³ İhtiyar, s. 74-75.

⁵¹⁴ Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty on the annual accounts of certain types of companies.

⁵¹⁵ Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 based on the Article 54 (3) (g) of the Treaty on consolidated accounts.

ilişkin olarak bu ilke zikredilmiştir. Muhasebe Yönergesinde⁵¹⁶ de ilkenin AB muhasebe hukukunda uygulanması sağlanmıştır.

Türk hukukunda, 6362 sayılı SPKn m. 7/2, 5/3, 16/2 vb. hükümlerde yer aldığı üzere kanuni terim olarak dürüst resim ilkesi, anonim (ve TTK m. 610'un atfıyla limited) ortaklığın muhasebesi ve faaliyet raporu bağlamında kabul edilmiştir.⁵¹⁷ TTK m. 515'te finansal raporların '*gerçeği dürüst, aynen ve aslına sadık surette yansıtacak şekilde*' hazırlanmasına ilişkin olarak öngörülen bu ilke, TTK m. 516'da da yönetim kurulu yıllık faaliyet raporları için farklı bir şekilde düzenlenmiştir. Bu ilke ayrıca TTK m. 527/2 uyarınca ortaklığın konsolide finansal tablolarına da uygulanmakla birlikte, TMS 1.15 vd. hükümlerinde finansal tablolar açısından '*gerçeğe uygun sunum*' şeklinde belirtilmiştir. Diğer taraftan TTK m. 398/1'e göre denetimin, ortaklığın finansal durumunun dürüst resim ilkesine uygun olarak yansıtılıp yansıtılmadığına yönelik olarak yapılmasını gerektirdiği için bu ilke, bağımsız denetime tabi ortaklıklar bakımından ayrıca önem arz etmektedir.

Kapsam bakımından ilke, gerek bilginin özüne ilişkin gerekse de bilginin sunulmasına ilişkin tam, doğru ve gerçeğe uygun olmayı ifade etmektedir. Bu noktada finansal tablo kullanıcısının kararını etkilemeyecek kadar küçük hataların dürüst resim ilkesinin gerektirdiği gerçeğe uygunluğa zarar vermeyeceği açıktır. Ancak finansal tablo

⁵¹⁶ 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.

⁵¹⁷ Durak/ Dalkılıç/ Demir, s. 278-279. Diğer taraftan TTK'nın bazı hükümlerinde dürüst resim ilkesi ile ilgili '*dürüst hesap verme ilkesi*' bulunmaktadır: TTK m. 199/2'de şirketler topluluğu raporları bağlamında; TTK m. 200'de hakim şirket pay sahibinin bilgi alma hakkı bağlamında; TTK m. 402/5/b'de denetim raporu bağlamında; TTK m. 403/1'de denetim sonucunda açıklanan görüş yazısı bağlamında; TTK m. 420/2'de finansal raporların görüşülmesi bağlamında; TTK m. 437/2'de pay sahibinin bilgi alma hakkı bağlamında; TTK m. 457'de sermaye artırımında yönetim kurulu tarafından verilecek beyan bağlamında bu ilke zikredilmiştir.

kullanıcısının kararını etkileyecek esaslı hatalar söz konusuysa, artık ilgi tablonun gerçeği yansıtmadığı kabul edilmelidir. İlke, açıklanan bilgilerin, ilgililerin ihtiyacını karşılaması ve karşılaştırma yapmalarına olanak sağlaması; bilgi kirliliğine sebep olmaksızın analiz edilmesi mümkün ve anlaşılır şekilde sunulması; ihtiyatlı bir şekilde ve olayların özünü esaslı olarak bozmadan gerçeğe uygun sunulmasını gerektirir.

Dürüst resim ilkesi uyarınca, kamuya açıklanan bilgilerin gerçeğe ve mevzuata uygun olması, ortaklığın bilanço, finansal hesap ve tablolarının fotoğrafının çekilmiş olması kuraldır.⁵¹⁸ İhraççı ortaklık hakkında düzenlenen finansal raporların birbiriyle uyumlu olması; düzgün, anlaşılır ve güvenilir tutulması; ve yatırımcının aralarında rahatça karşılaştırma yapabileceği standart raporlar hazırlayabilmek için de TMS'ye uygun hazırlanması gerekir. Ancak her zaman finansal raporların TMS veya TDS'ye uygun olarak hazırlanması, tek başına dürüst resim ilkesinin yansıtılması için yeterli olmayabilir. Somut olayda finansal raporlarda belirli bir standardın uygulanması, dürüst resim ilkesine aykırılık doğuracaksa, TMS 1.19'a göre mevzuat izin verdiği ölçüde ve şeffaflık ilkesi gerektiriyorsa o standardın uygulanmasından kaçınılmalıdır.⁵¹⁹ Benzer şekilde TMS 1.17 uyarınca dürüst resim ilkesi, bazen mevzuatta zorunlu tutulmayan, ancak ilgililerin yanıtılmaması amacıyla ek açıklamaların yapılmasını da gerektirebilir.

⁵¹⁸ İhtiyar, s. 76. Burada ayrıca, eTTK m. 458 uyarınca gizli yedek akçe ayrılmasının bu ilkeye aykırılık taşıdığı ve dolayısıyla yeni TTK'da yer almadığı ileri sürmüştür, bkz. İhtiyar, s. 79; Üçışık/ Çelik, s. 71.

⁵¹⁹ Ayrıca bkz. TMS 1.46; Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar II), s. 293, para. 1478f ve s. 294, para. 1478g.

d. Tarafsız Olmak

Kamuya açıklanacak bilginin, bilgiyi kullanacak kişiler arasında ayırım yapılmadan sunulması esasına dayanır.⁵²⁰ Bilginin piyasadaki tüm ilgililerine eş zamanlı olarak sunulması da oldukça önemlidir (anında kamuyu aydınlatma esası); aksi halde bazı piyasa aktörlerinin bilgiye daha erken erişme imkanı olması ve bunu kullanarak kendine çıkar sağlaması söz konusu olabilmektedir. Bu durum da bilgi suistimaline yol açar ve bilgi suistimali dolayısıyla cezai sorumluluk doğurabilir. Dolayısıyla içsel bilgilerin en etkili araçlarla ve en kısa sürede kamuya duyurulması zorunluluğu doğmaktadır.

e. Ticari Sır Niteliğinde Olmamak

Sır, saklanmasında yarar bulunan, herkesçe bilinmeyen ve dolayısıyla açıklanması veya üçüncü kişilerce öğrenilmesi istenmeyen gerçekliktir.⁵²¹ Sır kavramı oldukça geniş bir kavram olmakla beraber çok farklı sınıflandırılmalara tabi tutulmaktadır.⁵²² Doktrinde de ticari sır,⁵²³ mesleki sır, işletme sırrı, ortaklık sırrı,

⁵²⁰ İhtiyar, s. 83; Üçışık/ Çelik, s. 70.

⁵²¹ Aytaç (Denetçi), s. 184; Gürbüz Usluel, s. 6.

⁵²² Gürbüz Usluel, s. 12. Meslek sırrı, haksız rekabet sırrı ve ortaklık sırrı şeklinde yapılan ayırım için bkz. Aytaç (Denetçi), s. 185 vd.; sır, iş ve işletme sırrı, meslek sırrı ve ticari sır olarak da sınıflandırılabilir, Arı, Z.: Anonim Şirketlerde Denetçi Sorumluluğunun Sınırlandırılması, Yetkin, Ankara 2012, s. 60 vd.; mutlak ve nisbi ortaklık sırrarı ayırımı için bkz. Kaya, s. 266 vd. Daha kapsamlı bir şekilde ticari sır türlerinin incelendiği çalışmada sır, konularına göre (askeri sır, banka sırrı, meslek sırrı, ticari sır, şirket sırrı vb.), sırrın sözleşme ilişkisi içerisinde korunup korunmadığına göre, sırrın açıklanıp açıklanmayacağına göre (mutlak sır ve nispi sır) sır ayırımı yapılmaktadır, karşılaştırmalı hukuka ilişkin de yapılan ayrıntılı inceleme için bkz. Gürbüz Usluel, s. 12 vd.

⁵²³ Ticari sır, Ticari Sır, Banka Sırrı ve Müşteri Sırrı Hakkında Kanun Tasarısı m. 2/a'da şu şekilde tanımlanmıştır: “Bir ticari işletme veya şirketin faaliyet alanı ile ilgili yalnızca belirli sayıdaki mensupları ve diğer görevlileri tarafından bilinen, elde edilebilen, özellikle rakipleri tarafından öğrenilmesi halinde 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 durumu, araştırma ve geliştirme çalışmaları, faaliyet stratejisi, hammadde kaynakları, imalatının teknik özellikleri, fiyatlandırma politikaları, pazarlama taktikleri ve masrafları, pazar payları, toptancı ve perakendeci müşteri

bankacılık sırrı, teknik sır, vb. şeklinde farklı sırlardan bahsedildiği görülmektedir. Özellikle nispi sırlar kapsamında yer alan ticari sırrın net bir tanımının verilmesi oldukça güçtür ve somut olaya göre değerlendirme yapılarak bir tanım verilmesi daha uygundur.⁵²⁴ Genel olarak ifade edilirse ticari sır, rakipleri karşısında bir ortaklığa ekonomik menfaat sağlayacağı için saklanan ve açıklandığında ortaklığı, bu kişiler karşısında zarara uğratabilecek her türlü bilgidir.⁵²⁵

Ortaklıkların, ticari itibarını koruması ve rekabet gücünü artırması anlamında bazı ticari bilgileri açıklamaktan kaçınması normaldir. Kamuyu aydınlatma ilkesi de ortaklığın her türlü bilgisini açıklamasını gerektirmez; kamuya açıklanacak bilginin sınırlarını ticari sırlar çizmektedir; ancak onun dışında ortaklığa ilişkin tüm bilgiler ve gelişmeler kamuya duyurulmalıdır. Yani bir anonim ortaklık, *“ticari sırlar istisna edilirse, camdan bir evde oturmalıdır.”*⁵²⁶ Ayrıca bilginin, kaliteli, ölçülebilir olması, zamanında ve güvenilir şekilde sunulması, ancak ticari sır niteliğinde olmaması gerekmektedir. Ancak böyle bir kamuyu aydınlatma kurumsal ticari itibara katkı sağlar.⁵²⁷ Sermaye piyasası hukukunun yatırımcının korunması temel ilkesi dolayısıyla her ne kadar denge yatırımcı lehine bozulmuş olsa da, kamuyu aydınlatma ilkesinin sınırını halka açık anonim ortaklıklar için ticari sırlar çizmelidir.

potansiyeli ve ağırları, izne tâbi veya tâbi olmayan sözleşme bağlantılarına ilişkin veya bu gibi bilgi ve belgeler...”

⁵²⁴ Gürbüz Usluel, s. 21; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 315; Üçışık/Çelik, s. 69, dn. 46; Aytaç (Denetçi), s. 187.

⁵²⁵ Kaya, s. 16; Üçışık, s. 21; Üçışık/Çelik, s. 73; Gürbüz Usluel, s. 27; Eminoğlu, s. 15.

⁵²⁶ Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar I), s. 288, para. 471. Kamuyu aydınlatma ilkesinin ihraççı ortaklık için bir ayna işlevine sahip olduğuna yönelik bkz. Paslı, s. 245 ve 248.

⁵²⁷ Yılmaz (Kurumsal İtibar), s. 150.

İçsel bilgi ile ilişkisi yakından incelenirse, ticari sır, hiçbir surette kamuya açıklanmaması gereken, aksi halde ortaklık menfaatlerinin zedelenmesine yol açacak bilgilerdir ve bu noktada içsel bilgiden de ayrılmaktadır. İçsel bilgilerin kullanılması suretiyle haksız menfaat sağlanması halinde işlenecek bilgi suistimali suçunun düzenlenmesinin amacı, içsel bilgi niteliğindeki esaslı bilgilerin açıklanması ile kamunun bu bilgiye eşit erişiminin sağlanmasıdır. Diğer taraftan ticari sırların açıklanması söz konusu olmamalıdır, çünkü bunların salt açıklanması dahi ihlal niteliğinde değerlendirilecek ve sorumluluk doğuracaktır.⁵²⁸ İçsel bilgiye erişimi olanların listesinde bulunan kişiler dışındaki kimselerden elde edilen bu nitelikteki bilgilerin kullanılarak menfaat sağlanması halinde, bilgi suiistimali suçu oluşmasa da ticari sırların ne surette olursa olsun açıklanması veya kullanılması ticari sırrın korunmasının ihlali kapsamındadır.⁵²⁹

Diğer taraftan içsel bilgi kabul edilen ve sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek esaslı bir bilgi, belirli bir zamanda korunması istenen ticari bir sır niteliğinde olabilir. Burada, kamuya açıklanan bilgiler ile analiz ve yorumlar sonucunda elde edilen bulguların, ticari sır veya içsel bilgi niteliğinde olmadığı açıktır. Ticari sır ve içsel bilgi kavramları farklı kavramlar olsa da içsel bilginin ticari sır niteliğinde olması halinde, kamuya açıklanmaması gerektiğine şüphe yoktur. Bu noktada, ticari sır niteliğinde olan içsel bilgilerin açıklanmasından kaçınılabileceği konusunda içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesine ilişkin esaslardan yararlanmak faydalı

⁵²⁸ Gürbüz Usluel, s. 115 ve 221. Burada bahsedilen sorumluluk ve ticari sırrın korunması, farklı kanun hükümleriyle düzenlenmiştir. Ticari sırrın korunmasına ilişkin hükümler, anayasal korumanın yanı sıra çeşitli kanun hükümlerine dayalı olarak ve sözleşmesel olarak koruma çerçevesinde incelenebilir. Bu konuların ayrıntılı bir incelemesi için bkz. Gürbüz Usluel, s. 93-159.

⁵²⁹ Gürbüz Usluel, s. 221.

olabilecektir.⁵³⁰ Nitekim belirli bir zamanda, korunması istenen ticari sır, en genel anlamıyla içsel bilgi olarak, içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesi için gereken şartlardan, ortaklığın meşru bir menfaatinin yani ticari sırrının korunması durumunda, ertelemenin haklı sebebini teşkil edebilir. Bu tür bir içsel bilginin varlığı halinde, kamunun da yanıtılmasına bu suretle sebep olmadan, açıklanmayan bilginin gizliliğini sağlamak şartıyla, ticari sır niteliğindeki bir içsel bilginin açıklanması ertelenebilir.

Sonuç olarak, sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek esaslı bilgi niteliğinde olan ve açıklanması ortaklığın belirli zamandaki meşru menfaatinin zarar görmesine yol açacak ticari sırların, Özel Durumlar Tebliği m. 6 vd. hükümleri çerçevesinde açıklanması ertelenebilir. Söz konusu ticari sırlar, bu şartları sağladığı sürece açıklanmak zorunda olmadığı gibi burada bir zaman sınırlaması da bulunmamaktadır. Dolayısıyla tersine mühendislik yoluyla keşfedilene kadar, sahibinin rızası olmaksızın açıklanması veya kullanılması ticari sırrın ihlaline yol açacak⁵³¹ ve sermaye piyasası mevzuatı açısından bu sırrın içsel bilgi niteliğinde olması halinde de şartları varsa bilgi suistimali suçu işlenmiş kabul edilecektir. Bu suçun şartlarının oluşmadığı durumlarda da haksız rekabet hükümleri gündeme gelebilecektir.⁵³²

⁵³⁰ Bu durumda özellikle ticari sır ve açıklanması ertelenen içsel bilginin nitelikleri arasındaki benzerlik dolayısıyla erteleme kurumundan yararlanmak oldukça yardımcı olabilecektir. Nitekim ortaklığın, korunmaya değer bir menfaatinin olması sebebiyle kamuya açıklanmama ile kamunun yanıtılmaması ve bilginin gizliliğinin sağlanması halinde, o bilginin açıklanması ertelenebilir. İşte ticari sır, ortaklığın içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesine yönelik haklı bir sebep teşkil edecektir, Gürbüz Usluel, s. 221.

⁵³¹ Gürbüz Usluel, s. 220-221.

⁵³² Özellikle içsel bilgiye erişimi olanlar listesinde yer aldığı halde, bilgi suistimali suçunun şartları oluşmadığı için SPKn'a göre suçlu durumda olmayanlar, borca aykırılığa ilişkin TBK m. 112 vd. yer alan hükümlere göre; bu kimselerden ticari sırrı öğrenenler ise, TTK m. 54 vd. yer alan haksız rekabete ilişkin hükümlere göre sorumlu olacaktır, ayrıntılı bilgi için bkz. Gürbüz Usluel, s. 221-222 ve 96 vd.

3. Halka Arzda ve İhraçta Kamuyu Aydınlatma

a. Kamu Otoritelerinin İşlevlerine İlişkin Sistemler

aa. İzin (Liyakat) Sistemi

Birincil piyasalarda kamuyu aydınlatma, sermaye piyasası araçlarının ihracında veya borsada işlem görmesinde hazırlanan izahname, ihraç belgesi, tasarruf sahiplerine satış duyurusu, ilan ve reklamlar aracılığıyla yapılmaktadır. SPKn m. 4'te halka arzlarda izahnamenin hazırlanması ve SPK'rca onaylanması zorunlu tutulmuş, 5. maddede ise SPK'rna izahnamenin hazırlanması ve içeriğine ilişkin usul ve esasları düzenleme yetkisi verilmiştir. İzahnamenin yetkili otorite tarafından onaylanmasına bağlı bu durum, ön (*ex ante*) denetim iken yetkili otoritenin izahnamenin ilan edildikten sonra yapmış olduğu denetim ise kamu (*ex-post*) denetim modelidir. Sermaye piyasası hukukunun en temel amacı olan yatırımcının korunması için uygulanan yöntemlerden biri de bir kamu otoritesinin piyasaya doğru, tam ve eksiksiz bilgi sunulduğunu denetlemesidir. Sermaye piyasası araçlarının halka arzı sırasında görevli kamu otoritelerinin yetki sınırlarını belirlerken belli bazı sistemler ortaya çıkmıştır. Bir kanunun hangi sistemi benimsediği, halka arzlarda idari otoritenin yetkilerinin sınırlarından ve incelemesinin kapsamından anlaşılacaktır.⁵³³

2499 sayılı eSPKn'da, 1992 tarihinde yapılan değişikliğe kadarki döneminde SPK'rın düzenleme, izin verme, yasaklama vb. fonksiyonları bulunmaktaydı ve SPK'r, halka arzlarda ortaklık yönünden arzın iktisadi açıdan gerekli olup olmadığını incelemekteydi. Ayrıca ortaklığa veya sermaye piyasası aracına ilişkin bilgilerin yatırımcıya tam olarak verilmesinin ardından riskin tamamen yatırımcıya ait olması söz

⁵³³ İhtiyar, s. 53.

konusu idi, yani yatırımcının çok riskli bir alana da yatırım yapabilmesi mümkündü. Doktrinde bu dönemdeki sistemin tam olarak ne olduğu konusunda görüş birliğine varılamamıştır. Bir görüş uyarınca 2499 sayılı eSPKn m. 4, 6, 8, 9, 10, 16 ve 22/b hükümleri, zaten kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümler barındırmakta iken 1992 tarihinde yapılan değişiklikle kamuyu aydınlatma ilkesinin uygulama alanının genişletildiği düşünülmektedir.⁵³⁴ Ancak baskın görüşe göre eSPKn'nın kabulünden 1992 yılına kadar geçen dönemde SPKr, izin mekanizmasıyla (liyakat sistemi) sermaye piyasası aracının ihraç edilmeye değer olup olmadığına karar vermekteydi.⁵³⁵

2499 sayılı eSPKn ilk haliyle, izin kurumunu benimsediği için ortaklıklar sermaye piyasası aracı satışını yaparken SPKr'nun “*aydınlatılması[nı] ve hatta ikna edilmesi[ni]*” hedefliyor olsalar da SPKr'nun kendisine sunulan bilgilerden yola çıkarak yatırımcının yanlış tercihte bulunmasını engellemek adına bir yargıya varması söz konusudur.⁵³⁶ SPKr burada ortaklığın yapacağı satışın yatırımcıya yararlı olup olmadığına, kaynaklar arası dengenin gözetilip gözetilmediğine, sermaye piyasası aracına yatırım yapmanın gerekli ve güvenilir olup olmadığına yönelik bir değerlendirme yapmaktaydı.⁵³⁷

SPKr, hazırlanan kamuyu aydınlatma belgelerinde ‘*kamu yararına aykırılık*’ veya ‘*halkın istismarına yol açma*’ gibi iktisadi hususlara bakmaktaydı. Bu hususlar nispeten

⁵³⁴ İhtiyar, s. 50-51; Yanlı (Tüzel Kişilik Perdesi), s. 82; benzer bir görüş için bkz. Karababa, s. 48; hatta 1992 tarihinde 2499 sayılı eSPKn'da yapılan değişiklikle sonra kanun koyucunun kamuyu aydınlatma sistemini benimsediği savunulmuştur, Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 25.

⁵³⁵ Karşlı, s. 455-456; Memiş/ Turan, s. 50; İhtiyar, s. 55; Küçüksözen, s. 93-94; bu dönemde SPKr'nun yatırımcı yerine bir anlamda yatırım kararı verdiğiğine ilişkin olarak bkz. Manavgat (İzahanmenin Onayı), s. 118; İslamoğlu, s. 44; Uçar, s. 28.

⁵³⁶ İhtiyar, s. 51; Karşlı, s. 459 ve 609; Küçüksözen, s. 15 ve 93-94; Kabaalioğlu, s. 9; Üçışık, s. 5; Üçışık/Çelik, s. 64; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 33.

⁵³⁷ Kara (Sorumluluk), s. 135; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 24.; Karababa, s. 47; Yasaman (Menkul Kıymetler), s. 171-172; Demir, s. 51; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 32; Ertugay, s. 22; Manavgat (İzahanmenin Onayı), s. 118.

sübjektif ve yoruma açık olup aslında risk ve getiri değerlendirmesi çerçevesinde yatırımcının kendisine bırakılması gereken hususlardır. Bir kamu otoritesinin bu hususlarda yorum yapması, yatırımcıda bir güven duygusu uyandıracığı için bu durumun, zararlı sonuçları da oluşabilmektedir. Özellikle eSPKn m. 5/3 uyarınca yaptığı değerlendirme sonucunda SPKr'nun, halka arz talebini reddetme yetkisine sahip olması böyle bir inancın oluşmasını güçlendirmektedir.

İzin sistemi uyarınca SPKr, arz edilecek menkul kıymetlere ilişkin değerlendirmesini kamu adına 2499 sayılı eSPKn m. 5'te yer alan hususlar bazında yapmaktaydı. Aslında bu arzın gerekli ve yeterli şekilde; ve kaynaklar arasında denge gözetilerek gerçekleştirilip gerçekleştirilmediği halka arz edecek ortaklığın kendisi tarafından takdir edilmeliydi.⁵³⁸ Tebliğde SPKr'na verilen bu değerlendirme yetkisi, menkul kıymetin yeterliliği ve gerekliliğine özgü inceleme yapma yetkisi ortaklık işlerine karışma, ortaklığın görevini bir kamu otoritesinin üstlenmesi anlamına gelmektedir.⁵³⁹

Böylece halkta da SPKr'nun vereceği izin sonucunda yapılacak arza güven duygusunun oluşması, Tebliğin 4. maddesindeki "*Kurulca verilen halka arza ilişkin izinler, halka arz edilen hisse senetlerinin ve ilgili ortaklıkların kamuca tekeffülü anlamına gelmez*" hükmüne rağmen söz konusu olacaktır.⁵⁴⁰ Dolayısıyla kanunun bu yaklaşımı, bu düzenlemenin Bankerler Krizi'ne tepki olarak yapıldığı, SPKr'nun da izin sistemi ile sadece halka arzlarda ve birincil piyasalarda halk üzerinde vesayet görevi icra

⁵³⁸ Karşılı, s. 460.

⁵³⁹ Karşılı, s. 460. Ancak Yasaman, Kurulun ortaklığın iç işlerine karşılamayacağını, sadece en temel anlamda halka arzda kamuyu aydınlatma ilkesinin tam olarak uygulanıp uygulanmadığını kontrol etmesi gerektiğini ileri sürmektedir, (Menkul Kıymetler), s. 173.

⁵⁴⁰ Karşılı, s. 460-461 ve 470; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 31-32.

ettiği ve bu sistemin aşırı-düzenleme (*over-regulation*) riskini taşıdığı eleştirilerini doğurmuştur.⁵⁴¹

Kurulun sadece izahname için yaptığı yerindelik denetimi gereği birincil piyasalardaki yatırımcının korunması amaçlanmışken, öngörülen bu izin sisteminde ikincil piyasalardaki yatırımcıların korunmasız bırakıldığı tartışması yapılabilecektir.⁵⁴² Ayrıca halka arz sonrasında elde edeceği gelire güvenen ortaklığın bu süreçte başvurusunu engellemek, ortaklığın piyasadan fon toplamasının önüne geçmek anlamına geleceği için burada yapılan ayrımcılık da eleştirilmiştir.⁵⁴³ Diğer yandan, bir idari otoriteye bu şekilde geniş bir takdir yetkisinin bahşedilmesinin zaman ve maliyet anlamında da oldukça güç ve gereksiz bir görev olduğu itirazları yapılmıştır.⁵⁴⁴ Kısacası izin sistemi birçok açıdan eleştirilmiş ve dolayısıyla yerine farklı sistemler getirilmiştir.

bb. Kayda Alma Sistemi

2499 sayılı eSPKn, 1992 tarihinde 3794 sayılı Kanunla⁵⁴⁵ değişikliğe uğradıktan sonra Kanunda kayda alma sistemi benimsenmiştir. Bu değişiklik yapılmadan önce yetersiz olarak sadece bilanço, kar-zarar hesabı, yıllık faaliyet raporu, denetçi raporu ve halka arzda gerekli belgeler kamuyu aydınlatma kapsamındaydı. Bu kanundaki en

⁵⁴¹ Karslı, s. 460. İhtiyar, s. 55; Kabaalioğlu, s. 145; Yasaman (Menkul Kıymetler), s. 173. Nitekim kamu otoritesinin burada yatırımcıyı kendisinden koruma amacına hizmet ettiği görülmektedir, bkz. Küçüksözen, s. 15; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 32.

⁵⁴² Karababa, s. 48; Keskin, s. 2; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 33; Uçar, s. 29.

⁵⁴³ Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 32-33; Karababa, s. 48; Keskin, s. 2; Küçüksözen, s. 15; İslamoğlu, s. 28-29.

⁵⁴⁴ Kılıç, S.: Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması Güvence Fonları, SPKı Yayınları, No 95, Ankara 1997, s. 18; İhtiyar, s. 51, dn. 133; Karababa, s. 48; Küçüksözen, s. 15; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 32 ve 34; Kabaalioğlu, s. 37.

⁵⁴⁵ 24.04.1992 tarihli ve 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun, 13.05.1992 tarihli ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

önemli değişikliklerden birinin kamuyu aydınlatma olduğundan ve bu ilkenin ilk kez kanunda yer bulduğundan söz edilmektedir.⁵⁴⁶

Bir sermaye piyasası aracının satışında ya da halka arzında 2499 sayılı eSPKn'nın sermaye piyasası araçlarının kaydına ilişkin 4. maddesinin ilk halinde var olan izin sisteminden vazgeçilmiş ve kayda alma sistemine geçilmiş olması bir yeniliktir. Kayda alma sisteminin bir taraftan "*tam anlamıyla kamuyu aydınlatma sistemi*"⁵⁴⁷ olduğu diğer taraftan ise izin sistemi ve kamuyu aydınlatma sistemi arasında var olan karma bir sistem olduğu savunulmuştur.⁵⁴⁸ Denilebilir ki bu sistemde kamunun aydınlatılması esas olmakla beraber bazı durumlarda yetkili idari otoritenin halka arzı engelleyebilmesi söz konusudur. Sonuç olarak modern anlamda kamuyu aydınlatma ilkesi getirilememiş, ancak izin sistemi kaldırılmış ve halka arzlarda doğru, tam ve eksiksiz bir şekilde bilgi verme ilkesi benimsenmiştir.⁵⁴⁹

Kaydileştirmeye ilişkin 2499 sayılı eSPKn m. 5'te ise sermaye piyasası araçlarının halka arzında Kurula başvuru ve inceleme hususları düzenlenmiştir. 1992 yılında yapılan değişiklikten önce belgelerin tam ve doğru olarak sunulduğu ve halka arzın uygun olduğu sonucuna varılırsa ilgili ortaklığa halka arz izni verilmekteydi.

⁵⁴⁶ Çevik, O. N.: Sermaye Piyasası Mevzuatı, Yetkin, Ankara 2001, s. 31; benzer görüş için bkz. Keskin, s. 28; Küçükşözen, s. 19; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 39; Uçar, s. 29.

⁵⁴⁷ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 108-109; aynı görüşte bkz. Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 99; Özkorkut, s. 155; Küçükşözen, s. 94; Demir, s. 51. Benzer şekilde 1992 yılındaki değişiklikle birlikte kamuyu aydınlatma sistemine geçildiğine ilişkin olarak bkz. 6362 sayılı SPKn Genel Gereke-IV/1. Tasarının Hazırlanmasında Belirleyici Olan Temel Faktörler, TBMM, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, s. 12.

⁵⁴⁸ Memiş/ Turan, s. 25; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 24-25; Ertugay, s. 22. Nitekim kayıt sistemi kavramsal olarak kamuyu aydınlatmayı içermemekte ve kayıt ve kamuyu aydınlatma gibi iki aşamanın var olduğu izlenimini uyandırmaktadır, Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 118.

⁵⁴⁹ Ünal, O. K.: Aracı Kurumlar, Yaklaşım, Ankara 1997, s. 23.

Ancak 1992 tarihli değişiklikten sonra getirilen kayda alma sisteminde, yetkili idari otoritenin inceleme süresine bir sınır getirilmiştir.

Belgelerde belirtilen bilgilerin yetersiz veya yanlış olması; halka arzın kamu yararına aykırı olması veya halka arzın kamu istismarına sebep olması durumunda halkın aldatılmasını önlemek amacıyla SPKr kayda almaktan imtina edebilirdi. Kamuyu aydınlatma sisteminden farklı olarak, kayda alma sisteminde SPKr'nun gerçeğe uygunluk denetimi yapması söz konusu olabilmekteydi. Kamuyu aydınlatma sisteminde Kurul'un görevi, izahnamedeki bilgilerin tutarlı ve anlaşılabilir olup olmadığını incelemek ile izahnamenin Kurulca belirlenen standartlara uygunluğunu denetlemekten ibarettir. SPKr'nun kamuyu aydınlatma sistemindeki denetimi, şekli bir denetim olup gerçeğe uygunluk denetimini kapsamamaktadır.⁵⁵⁰ Söz konusu yetkileri sebebiyle bu sistemde SPKr'nun en önemli görevinin kamunun aydınlatılmasını sağlamak olduğu ileri sürülmüştür.⁵⁵¹ Ancak ilk bakışta izin sisteminden kayda alma sistemine geçilmiş gibi görünse de kayda almanın arzdan önce meydana gelmesi sonucunda doktrinde, 1992 tarihli değişikliğin pratik olarak pek de bir anlam taşımadığı düşünölmektedir.⁵⁵²

cc. Kamuyu Aydınlatma Sistemi

Yatırımcının korunması amacına hizmet eden en etkin araçlardan biri, yatırım kararı verilirken en başından tam, doğru ve eksiksiz bilgilerin zamanında açıklanmasını

⁵⁵⁰ Her iki sistem arasındaki farkların ayrıntıları için bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 696 vd.

⁵⁵¹ Kara (Sorumluluk), s. 137; Üçışık, s. 7; Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 109.

⁵⁵² Karşı, burada ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının kaydının ihraçtan önce yapılması, izin yerine ön kayıt esasının benimsendiği, Kurulun sadece açıklamaların yeterli görülmemesi sebebiyle dahi kayda almayı reddedebileceğini ve dolayısıyla 1992 tarihli değişikliğin çok da bir anlamı olmadığını düşünmektedir, s. 610.

sağlayarak zararın doğmasını önleyici niteliğe sahip olan kamuyu aydınlatma sistemidir.⁵⁵³ İzahnamenin onaylanması sistemi olarak da adlandırılan bu sistem, 6362 sayılı SPKn ile yapılan düzenleme uyarınca Türk hukukunda kabul edilmektedir.⁵⁵⁴ Kamuyu aydınlatma sistemi, kayda alma sistemine nazaran daha saf ve şeffaf bir aydınlatma sürecini temsil etmektedir.⁵⁵⁵

Bu sistemde düzenleyici otoritelerin, risk-getiri değerlendirme hususunda yorum yapmaktan kaçınmalarının yanı sıra görevleri, daha nesnel hususların incelenmesi, tüm bilgilerin kamuya eksiksiz sunulması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamaktır.⁵⁵⁶ İzahnamenin onayı sisteminde idari otoritenin yerindelik veya gerçeklik gibi hususları inceleme yetkisi veya bu incelemeyi yapma gerekliliği yoktur, idari otoritenin inceleme yetkisi oldukça şeklidir; nitekim açıklanan bilgilerin gerçekliği hususunda sorumluluk, kanunun çeşitli maddelerinde ayrıca düzenlenmiştir.⁵⁵⁷ Düzenleyici kamu otoritesinin yapacağı inceleme izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunu araştırmayı içermediği için yatırımcı da kamuyu aydınlatma belgelerinden edindiği bilgileri piyasa şartları çerçevesinde kendisi yorumlayacak ve söz konusu

⁵⁵³ İhtiyar burada yatırımcının korunması kavramının daha çok tazmin edici nitelikte ve sermaye piyasası hukukunun amacı olduğunu; kamuyu aydınlatma ilkesinin ise bu amaca erişimdeki en etkili araç ve önleyici nitelikte bir sistem olduğunu savunmaktadır, İhtiyar, s. 110 ve 113; Karababa, s. 41 ve 49-50.

⁵⁵⁴ Yeni SPKn ile getirilen sistemin, kamuyu aydınlatma sistemi değil, izahnamenin daha da ön planda olduğu izahnamenin onaylanması sistemine geçildiğine yönelik farklı bir nitelikle için bkz. Özkorkut, s. 155.

⁵⁵⁵ Turan, G.: *Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları*, GÜHFD 2016, C. XX, S. 1, s. 198; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 25.

⁵⁵⁶ Çevik, s. 31-32; Memiş/ Turan, s. 50; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 24; Uçar, s. 32-33.

⁵⁵⁷ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 119; Arıcı, F.: *Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi*, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Helvacı, M./ Uzel, N./ Sönmez, N. S./ Özsoy, A. (Eds.)), Oniki Levha, İstanbul 2019, s. 114. Nitekim SPKn m. 6/1 uyarınca izahnamedeki bilgilerin tutarlı ve anlaşılabilir olması gerektiği belirlenmiştir, ancak maddede gerçeklik açısından kanun koyucunun sessiz kaldığı görülmektedir. Bunun sebebi ise izahnamede açıklanan bilgilerin hukuka uygunluğunu SPKn'nun tespit etmesinin mümkün ve gerekli olmaması, bu husustaki sorumluluğun ise SPKn m. 10 ve 32 hükümlerinde başka piyasa aktörlerine yüklenmesidir, Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 122.

sermaye piyasası aracına ilişkin riskleri de kendisi üstlenecektir.⁵⁵⁸ Nitekim SPKr'nun inceleme yetkisi, yatırımcıya sunulan bilginin anlaşılabilirliği ve doğru değerlendirilebilmesi açısından bilgilerin tutarlılığı ve anlaşılabilirliği ile sınırlıdır.⁵⁵⁹

Bu sistemin düzgün bir şekilde işleyebilmesinin ön koşulu, yatırımcının doğru, tam ve eksiksiz bir şekilde aydınlatılmasıdır.⁵⁶⁰ Aksi halde yetersiz bilgiye sahip olan yatırımcının vereceği yatırım kararı da yerinde olmayacak ve sonrasında bir zarar meydana gelecektir. Düzgün bir şekilde işleyen kamuyu aydınlatma sisteminde yatırımcının kararlarının rizikosunu kendisine ait olacakken kamuyu aydınlatma belgelerinde bir hukuka aykırılık durumu varsa zararın ilgili sorumlularca tazmin edilmesi söz konusu olacaktır. Sonuç olarak bu durumda yatırımcının uğrayacağı zararın kimlerce ve hangi şartlarda karşılanacağını ve sorumluluğun esaslarının belirlenmesinin önemi ortaya çıkmaktadır.

⁵⁵⁸ Ünal (Mevzuat), s. 367; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 24; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 99; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 35; Kara (Sorumluluk), s. 136; Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 105; Üçışık, s. 2; Kaya, s. 18-21; Çelik, s. 26; Demir, s. 34-35.

⁵⁵⁹ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 119; Uçar, s. 32. Bu sistemin uygulamada izin sistemine dönüşmesine yönelik doğabilecek endişeler yersizdir. Nitekim SPKr'nun yetkisi aslen şekli inceleme ile sınırlı olduğu için Kurul'un kanuni yetkisini aşarak verdiği kararlara karşı, 06.01.1982 tarihli ve 2577 sayılı İYUK m. 10 vd. hükümleri uyarınca idare mahkemesinde dava açılabilir.

⁵⁶⁰ Turan, s. 197. Sermaye piyasasının iyi işleyebilmesinin ön koşulunun da kamuyu aydınlatma olduğuna dair bkz. Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 103. Dolayısıyla sermaye piyasalarının düzgün ve etkin işleyebilmesi bilginin doğru, tam ve eksiksiz olarak açıklanmasına bağlıdır.

b. İzahname ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

aa. İzahname

aaa. Tanımı

İzahnameye (*prospectus/ Prospekt*) ilişkin Türk hukukunda yer alan düzenlemeler, AB İzahname Yönergesi⁵⁶¹ ve bunu yürürlükten kaldıran İzahname Tüzüğü ile uyum içerisindedir. AB İzahname Tüzüğü m. 6(1)'deki tanıma uygun olarak Türk hukukunda SPKn m. 3/1/j'de izahnamenin tanımı “*ihraççının ve varsa garantörün finansal durumu ve performansı ile geleceği yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası aracı özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesi*” şeklinde yapılmıştır. Bu tanımın aynısı, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği⁵⁶² m. 4/1/i'de de yapılmıştır.

İzahname, sorumluluk hukukuna uygun olarak altında imzası bulunan herkesi bağlayan ve içeriğinin doğruluğu açısından sorumluluk doğuran bir belgedir. SPKn m. 4/3 gereğince izahnamedeki imza sahiplerinin isim, soy isimleri, unvanları, adresleri, iletişim bilgileri ve görevlerinin izahnamede gösterilmesi zorunludur. İzahnamenin bu özelliği de onun güvence fonksiyonuna işaret etmektedir.⁵⁶³ İzahname için kısaca halka arzı gerçekleştirecek ihraççı ortaklığın finansal durumunun o andaki ‘fotoğrafi’⁵⁶⁴ ve arz edilecek sermaye piyasası aracının kimlik kartıdır, denilebilir. İzahname, yatırımcının

⁵⁶¹ 4 Kasım 2003 tarihli ve 2003/71/EC sayılı Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge.

⁵⁶² Seri II, No: 5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği, 22.06.2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

⁵⁶³ Turan, s. 193.

⁵⁶⁴ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 133.

yatırım kararı verirken ihraççı ortaklığa ve sermaye piyasası aracının özellikleriyle taşıdığı risklere ilişkin değerlendirme yapabilmesini sağlayan önemli bir kamuyu aydınlatma belgesidir. Hatta kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün hukukumuzdaki en önemli görünümünün birincil piyasalarda halka arzda düzenlenen izahname olduğu ileri sürülmektedir.⁵⁶⁵

Doktrinde eski kanun döneminde geleneksel tanımların dışında kalan, sadece basılı olan belgelerin değil, teknolojinin hızlı gelişimi göz önüne alındığında internette yayımlanan ve halkı sermaye piyasası aracı satın almaya davet eden metinlerin de izahname niteliğinde olduğunun kabul edilmesi gerektiği ifade edilmiştir.⁵⁶⁶ Ancak izahname tanımının SPKn'da ve diğer sermaye piyasası mevzuatında yapılması karşısında, bu tanımdaki unsurları taşımayan belgelerin izahname olduğunu söylemek doğru olmayacaktır. Ayrıca bazı hukuk sistemlerinde kullanılan ihraç belgesi niteliğindeki kamuyu aydınlatma belgelerinin (*listing particulars*), sermaye piyasası araçları borsaya kote edilecekse halka arzlarda da kullanılabilmesi için, izahname tanımı içerisinde değerlendirilmesi gerektiği belirtilmektedir.⁵⁶⁷ Örneğin ABD hukuk sistemi içerisinde bu durum mümkün olsa da Türk hukuku açısından ayrıntılarını ilerleyen kısımlarda açıklayacağımız üzere borsada işlem görme duyurusuna ilişkin belgeler, halihazırda izahnameden tamamen bağımsız olan kamuyu aydınlatma belgeleridir.

⁵⁶⁵ Inceoğlu, M. M.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuk Sorumluluğu, Seçkin, Ankara 2004, s. 130; Turan, s. 192; Küçüksözen, s. 99; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 129; Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 119; Somer, M.: Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin TTK Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerine Etkileri, Kazancı Kitap Ticaret AŞ, İstanbul 1990, s. 17; Uçar, s. 52.

⁵⁶⁶ Ayoğlu (Halka Arz), s. 120; İhtiyar, s. 121; en temel hukuki belge niteliğinde olduğuna yönelik olarak bkz. Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 110.

⁵⁶⁷ Brown, M. M. (Ed.): Mechanics of Global Equity Offerings, Structuring the Offering and Negotiating the Underwriting Agreement, Kluwer Law International, Zuidoostsingel-Netherlands 1995, s. 149.

bbb. Hukuki Niteliği

İzahnamenin hukuki niteliğine ilişkin doktrinde iki temel görüş ileri sürülmüştür. Bir görüşe göre izahname öneri (icap) niteliğinde bir belge iken;⁵⁶⁸ ikinci görüşe göre de bu belgenin öneriye davet (icaba davet) niteliğinde olduğu⁵⁶⁹ savunulmaktadır.

İzahnamenin, birinci görüşteki gibi, öneri niteliğinde olduğu kabul edilirse halktan gelen alım talebinin reddedilememesi, aksi halde bu durumun sermaye piyasası hukukunun temel amaçlarına ters düşmesi söz konusu olabilecektir. Ayrıca halka arzı takiben sermaye piyasası araçlarının satışının gerçekleşmemesi durumunda sözleşmenin de kurulduğunu kabul etmek, sözleşmeden doğan sorumluluğa gidilmesi gibi bazı sorunlara yol açacaktır.⁵⁷⁰ Özellikle 2499 sayılı eSPKn m. 3/1/c uyarınca halka arzın tanımının “[s]ermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını ... ifade eder.” şeklinde yapılması izahnamenin eski kanun döneminde öneri niteliğinde olduğu sonucunu destekler niteliktedir. İzahnameyi de en basit haliyle halka sermaye piyasası aracını satın alma çağrısında bulunan bir kamuyu aydınlatma belgesi olarak tanımlarsak halka arz açısından bu belgenin öneri niteliğinde olduğu ileri sürülebilir.

⁵⁶⁸ Özellikle eSPKn döneminde baskın görüş olarak savunulan bu görüşün ayrıntıları için bkz. Arı, Z.: Sermaye Piyasası Aracı Kurumlarının Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumlulukları, Sivas 1996, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 57-58; Ulusoy, Y.: Sermaye Piyasası Kanunu Yorumu ve Açıklaması, Ankara 1982, s. 33; İhtiyar, s. 122, dn. 16; Somer, s. 95; Kütükçü, D.: Sermaye Piyasası Hukuku, 1. Cilt, Beta, İstanbul 2004, s. 471.

⁵⁶⁹ Ayoğlu (Halka Arz), s. 84; Akbulak/ Akbulak, s. 81; Çatakoğlu, B.: *Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk*, Kastamonu Üniversitesi İİBFD 2016, S. 11, s. 120; Adıgüzel, s. 25; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 113; Üçışık/Çelik, s. 192; Mutlu Uşaklı, S.: *Halka Arz Kavramı ve Halka Arzın Hukuki Niteliği*, Legal Hukuk Dergisi 2011, C. 9, S. 101, s. 1870; İslamoğlu, s. 37.

⁵⁷⁰ Çatakoğlu (Sorumluluk), s. 121; Üçışık/Çelik, s. 192, dn. 17; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 114; Mutlu Uşaklı, s. 1872.

Günümüz hukukunda bazı hususlar izahnamenin hukuki niteliğinin öneriye davet olduğunu destekleyici niteliktedir. 6362 sayılı SPKn m. 3/1/f uyarınca yapılan halka arz tanımında halka yapılan ‘çağrı’ ve bunu takip eden sermaye piyasası aracının ‘satış’ unsurlarına beraber yer verilmesi sonucu izahnamenin hukuki niteliğinin günümüzde öneriye davet olduğu ileri sürülebilir. Ayrıca Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği⁵⁷¹ m. 14/2 hükmünde bir sermaye piyasası aracına ilişkin talep toplanmasının, toplanılan taleplerin mutlaka karşılanacağı anlamına gelmediği açıkça belirtilmektedir. Uygulamada da izahname eki niteliğindeki sermaye piyasası aracı notunda ihraççıların, yatırımcıların taleplerini kabul etme hususunda takdir haklarının bulunduğu belirtilmektedir.⁵⁷² Diğer taraftan izahnamenin öneri niteliği taşıması için TBK m. 1 ve 2 uyarınca kurulacak sözleşmenin tüm esaslı noktalarını içermesi ve ilgisinin kabul beyanıyla sözleşmenin gecikmeksizin kurulması zorunludur.

Esasında halka arzda, satış yöntemine göre izahnamenin hukuki niteliği değişebilmekte olduğu için bu nitelendirmenin genel bir şekilde yapılmasına gerek bulunmamaktadır.⁵⁷³ Halka arzda kullanılan satış yöntemlerinden,⁵⁷⁴ sabit fiyatla talep toplama, fiyat aralığıyla talep toplama, borsada satış ve talep toplanmaksızın satış yöntemlerinde çıkarılacak izahnamede sermaye piyasası aracı, fiyatı ve ihraççıya ilişkin

⁵⁷¹ Seri: II, No: 5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, 28.06.2013 tarihli ve 28691 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

⁵⁷² Bkz. Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 113. Benzer görüşte bkz. Ayoğlu (Halka Arz), s. 141-142; Somer, s. 17, dn. 33, ancak Somer burada yine de kanunun amacına daha uygun olduğu için izahnamenin icap niteliğinde bir belge olduğunu düşünmektedir.

⁵⁷³ Manavgat (Halka Arz), s. 599; Arıcı, s. 115; Uçar, s. 11 vd.

⁵⁷⁴ Halka arzda kullanılabilir yöntemler, borsada satış, talep toplanmaksızın satış ve talep toplamak suretiyle satıştır ve son yöntemde sermaye piyasası aracının fiyatının belirlenmesi için üç farklı yöntem kullanılmaktadır: Sabit fiyatla talep toplama, fiyat aralığıyla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama. Ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 587 vd.; Mutlu Uşaklı, s. 174 vd. Ayrıca halka arz kapsamında özellik arz eden bir durum olarak yeni pay alma hakkı çağrısının, öneri niteliğinde olduğuna ilişkin bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 602.

bilgiler gibi sözleşmeye ilişkin esaslı ve kurucu unsurların bulunduğu durumlarda izahnamenin öneri niteliğinde olduğu kabul edilmelidir.⁵⁷⁵ Halka arzda kullanılan satış yöntemlerinden fiyat teklifi alma yoluyla talep toplamada izahnamenin içerdiği fiyat unsuru açık bir şekilde yatırımcıdan teklif almak için verilen bir fiyat olduğu ve ihraççı tarafından belirlenmediği için burada izahname, öneriye davet niteliğindedir.⁵⁷⁶ Sonuç olarak izahnamenin hukuki niteliği, halka arzda kullanılan satış yöntemine göre değişkenlik gösterecektir.

ccc. Hazırlanması

Sermaye piyasası araçlarının gerek halka arz edilebilmesi gerekse borsada işlem görebilmesi için bir izahname hazırlanması ve bu izahnamenin Kurulca onaylanması İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 5/1 uyarınca zorunludur. İzahname düzenlenmesi hususunda muafiyet halleri SPKn m. 5 uyarınca SPK'nın takdirine bırakılmış olup söz konusu muafiyet hallerinin yanında izahname düzenlenmesini gerektirmeyen durumlar İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 6'da gösterilmiştir.⁵⁷⁷

İzahnamenin kimler tarafından imzalanacağı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 7/4'te gösterilmiştir: İzahname, ihraççı ve varsa halka arz eden ve yetkili aracı kuruluş tarafından; konsorsiyum varsa konsorsiyum lideri veya eş lider tarafından imzalanır. Ancak SPKn m. 10, bu kişilerin kapsamını genişleterek ihraççının yönetim

⁵⁷⁵ Manavgat (Halka Arz), s. 600; Arıcı, s. 115; Uçar, s. 12.

⁵⁷⁶ Manavgat (Halka Arz), s. 601; Uçar, s. 11.

⁵⁷⁷ Bu muafiyet halleri AB İzahname Tüzüğü m. 3'te yer alan muafiyet hallerine nazaran daha kapsamlı ve ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. AB İzahname Tüzüğü m. 3'e göre her bir arzın 8.000.000 Euro'yu geçmeyen toplam değerinin 12 aylık dönemde hesaplanan parasal miktardan az olması halinde yapılan halka arzlar ve Tüzük m. 25'te öngörülen bildirim yükümlülüğüne tabi olmayan halka arzlar izahnameden muaf tutulabilir. Söz konusu yükümlülük, Birlik içerisinde yapılan halka arzlarda kaynak ülkenin, halka arzın yapıldığı ülkenin yetki otoritesine kaynak ülkede hazırlanan izahnamenin Tüzük hükümlerine uygun olarak hazırlandığına dair bir bildirim göndermesinden ibarettir. Daha ayrıntılı bilgi için bkz. İzahname Tüzüğü m. 25.

kurulu üyeleri ile ihraçla ilgili garanti veren kişi veya kuruluşları da izahnameden dolayı sorumlu kılmıştır. Ayrıca bu izahnamedeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından dolayı sorumlu olacak kişilerin bilgileri de SPKn m. 4/3 ve İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 7/3 gereğince izahnamede açıkça gösterilmelidir.

Sorumluluğu bulunduğu için aracı kuruluşların ihraççı hakkında ayrıntılı olarak inceleme yapacağı ve dolayısıyla izahnameyi ihraççı ile müştereken hazırlamaları gerektiği doktrinde belirtilmektedir.⁵⁷⁸ Ancak doktrinde ileri sürülen bir görüşe göre, temel faaliyet konusu halka arza aracılık etmek olduğu için TTK m. 18/2’de belirtilen basiretli iş adamı gibi davranma yükümlülüğü olan aracı kurumların, izahnameyi hazırlarken daha dikkatli davranması gereklidir.⁵⁷⁹

İzahname, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 13/1 uyarınca ihraççıya ve ihraç edilen sermaye piyasası aracına ilişkin bilgiler ve özet kısımları dahil olmak üzere bir veya birden fazla belgeden oluşabilir. İzahname, birden fazla belge şeklinde hazırlanacaksa ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özet olmak üzere üç belgeden oluşmalıdır. İhraççı bilgi dokümanı, ihraççının ve varsa garantörün sermayesi, yönetimi ve finansal durumları hakkında bilgi içerirken; sermaye piyasası aracı notu, bu aracın özellikleri, yükümlülükleri, değeri ve arzına ilişkin bilgileri içerir. Özet belgesi ise, diğer iki belgede yer alan tüm bilgilerin açık, anlaşılır ve kısa bir özetini içermelidir.

İzahnamenin tek veya birden fazla belge olarak hazırlanması halinde ne tür bölümleri içereceğine ilişkin esaslar AB İzahname Tüzüğü m. 6 ve 10 uyarınca da aynı

⁵⁷⁸ Ayoğlu (Halka Arz), s. 129.

⁵⁷⁹ Kara (Sorumluluk), s. 161; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s.136. Uygulama bu yükümlülüğün aracı kuruma ait olduğu ve ihraççıların bu sürece çeşitli belge veya bilgilerle katkıda bulduklarına ilişkin olarak bkz. Ayoğlu (Halka Arz), s. 129.

şekilde öngörülmüştür. İzahnamenin birden fazla belge şeklinde hazırlanması, izahnamenin parçalı olarak hazırlanıp o şekilde ilan edilebilmesi imkanı sunduğu için halka arzlarda ihraççı açısından bir kolaylık sağlamaktadır.⁵⁸⁰ Ancak İzahname Tüzüğü m. 7(5)(b) uyarınca yatırım kararının verilmesinde ve sorumluluğun doğmasına esas teşkil eden bilgilerin hukuka aykırılığının tespitinde bu belgelerin bir bütün olarak göz önüne alınması ve değerlendirilmesi gerekmektedir. Her ne kadar SPKn'da bu yönde bir hüküm bir bulunmasa da aynı sonuca Türk hukuku açısından da varmak mümkündür.⁵⁸¹

Tek bir belge şeklinde hazırlanacak olması halinde ise izahname; özet, asıl metin ve atıflar olmak üzere üç bölümden oluşur. Tek belge şeklinde hazırlanan izahnamenin asıl metninde sermaye piyasası aracına ve halka arza ilişkin oldukça ayrıntılı bilgiler yer almaktadır. Finansal okur-yazarlığın kendini gösterdiği ve yatırımcıya ayrıntılı bilgilerin sunulduğu kısım, bu kısımdır. Bu kısmın içeriği, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 7 vd.'da ayrıntılı olarak gösterilmiştir. Son kısım ise atıflar kısmıdır ve burada ihraççı ya da halka arz edene ilişkin olarak daha önce kamuya duyurulmuş bilgilere atıfta bulunmak mümkündür.

Tek belge şeklinde hazırlanan izahnamenin kısımları arasında, ilk olarak İzahname Yönergesinde birçok değişiklik yapan 2010/73/EC sayılı Yönerge ile getirilen özet bölümü önem arz etmektedir. Özet bölümünün finansal okur-yazarlığın ülkemizde

⁵⁸⁰ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 123. Nitekim izahnamenin hazırlanması ve onaylanması sürecini kısaltmak ve kendisi açısından doğru zamanda arz yapabilmek için ihraççı, öncelikle ihraççı bilgi dokümanını hazırlayarak, SPK'nın onayını alabilir ve bunun ilanı ile arza yakın bir zamanda menkul kıymet dokümanını onaylatıp arzı hızlı şekilde gerçekleştirebilecektir, Manavgat (Halka Arz), s. 707; Uçar, s. 53.

⁵⁸¹ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 123.

de düşük olması dolayısıyla AB uygulamasında olduğu gibi eklendiği belirtilmektedir.⁵⁸²

Özet bölümünde sermaye piyasası aracına ilişkin kısa bir bilgi verildikten sonra bu aracın ihraççısı, halka arz edeni, varsa garantörü ve garantinin niteliğine ilişkin kısa bilgilere yer verilir. Özet, benzer sermaye piyasası araçlarının özet veya içeriklerine ilişkin bilgilerle karşılaştırmalı olarak hazırlanmalıdır. AB İzahname Tüzüğü m. 7(2)'ye ve İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 13/11'e göre, izahnameye giriş niteliğinde olan özetin kısa, açık, anlaşılır ve gerçeğe uygun; diğer kısımlarla birlikte okunduğunda tamamlayıcı nitelikte olması gerekmektedir.

AB İzahname Tüzüğünde, özet kısmının izahnamenin özünü, yatırımcının yatırım kararı verirken ihtiyaç duyacakları en temel bilgileri içermesi; özellikle ihraççıya, arz edilen menkul kıymetlere ve varsa garantöre ilişkin riskler ve özelliklere de yer vermesi gerektiği belirtilmiştir.⁵⁸³ Özetin, izahname ile tutarlı olması, yanıltıcı veya yanlış olmamasıyla beraber yatırımcıya temel bilgileri sunması anlamında da sorumluluk doğurucu bir etkisi vardır. Çünkü İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 13/10-11'e göre özet ile izahnamenin diğer kısımlarının tutarsız olması, özetin hatalı ya da eksik olması halinde ilgililerin sorumluluklarının bulunduğu dair bir uyarının eklenmesi şarttır.

ççç. İçeriği

Halka arzdan önce hazırlanacak izahname, kamuyu aydınlatma ilkesi uyarınca ihraççı ortaklık, faaliyetleri ve yönetimi, ortaklığın mali durumu, tablo ve raporları

⁵⁸² Memiş/ Turan, s. 66; Uçar, s. 59. Ayrıca özellikle bireysel yatırımcı grubunun 'finansal tüketici' olarak görülmeye başlanması ve sermaye piyasası mevzuatında da tüketicinin korunmasını konu alan düzenlemelere yer verilmesi yaklaşımı ile izahname ve ihraç belgesine bir özet kısmının eklenmesine ilişkin söz konusu değişiklik, bu yönde atılmış bir adım olarak nitelendirilmiştir, bkz. Özer, s. 49-50.

⁵⁸³ EU/2017/1129 sayılı İzahname Tüzüğü, para. 28 ve 30. Ayrıca bkz. Çetin (Yatırımcının Korunması), s. 441.

hakkında ve ihraç edilecek sermaye piyasası aracı ve bunun satışı ile garantör hakkındaki bilgileri tatmin edici şekilde içermelidir.⁵⁸⁴ AB İzahname Tüzüğü m. 6 uyarınca da izahname, halka arz edilen menkul kıymete ilişkin haklar ile ihraççı ve varsa garantörün malvarlığı, sorumlulukları, kar-zarar durumu, finansal durumuna ilişkin bilgileri içermelidir. Yatırımcıyı korumak amacıyla, sermaye piyasası aracına ve ihraççı ortaklığa ilişkin bilginin tam, eksiksiz ve doğru bir şekilde açıklanmasının sağlanması gerekmektedir. İzahname bu amaca hizmet eden ve yatırımcının en rahat ulaşabileceği temel bir araçtır.

İzahnamenin, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 7/1'e göre mevzuatın öngördüğü ve Kurulca gerekli görülen bilgileri içermesi ve bu bilgilerin ihraççıya, varsa halka arz edene ve ihraç edilen sermaye piyasası aracına ilişkin bilgileri açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda olması gerekir. Bu bilgilerin ayrıca SPK'ca belirlenen standartlara uygun, tam ve güncel olması, yatırımcılar tarafından kolaylıkla analiz edilebilir, anlaşılabilir ve değerlendirilebilir bir şekilde Türkçe sunulması gerekir.⁵⁸⁵ İzahnamedeki bilgilerin sadece şekli anlamda kamuya açıklanması değil, bu bilgilerin SPKn m. 6/1 uyarınca karmaşıklıktan uzak yani sade, tutarlı ve anlaşılır bir şekilde düzenlenerek açıklanması gerekir.⁵⁸⁶ AB İzahname Tüzüğü m. 13'te izahnamede yer alması gereken

⁵⁸⁴ Ünal, O. K.: Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 1999, s. 131; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 28.

⁵⁸⁵ Kural olarak SPK'nun onayından geçmek zorunda olan izahnamenin dili Türk mevzuatı uyarınca Türkçe'dir. Uygulamada ise yabancı yatırımcılar için İngilizce izahnameler hazırlanıyor olsa da, bir şekilde Türk yatırımcı için de İngilizce bir izahname yayımlanması söz konusu olursa bu izahnamedeki gerçeğe aykırı bilgiler dolayısıyla meydana gelecek zararların genel hükümlere göre karşılanması söz konusu olmalıdır. İngilizce hazırlanan izahname teknik anlamda izahname kabul edilmeyeceği için SPKn hükümlerine tabi değildir, Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 145. Nitekim sermaye piyasası mevzuatı uyarınca getirilen sistem içerisinde kurallara uygun düzenlenen izahnamedeki bilgilerden doğan zararların yine bu mevzuat hükümlerine göre tazmini söz konusudur.

⁵⁸⁶ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 121.

asgari bilgilerin nelerden oluştuğu ve içeriğinin nasıl belirlenmesi gerektiği gösterilmiştir.

Daha önceden SPK'r'nun veya borsanın internet sitesinde ya da KAP'ta kamuya duyurulan bilgilere atıfta bulunmak suretiyle izahnameye bilgi dahil edilebilir.⁵⁸⁷ Ancak atıf yoluyla izahnameye dahil edilen bu bilginin en güncel bilgi olması gerekir. Ancak İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 8'de belirlenen şartları taşıyan bilgilere izahnamede hiç yer verilmeyebilir. Aynı Tebliğ m. 7/5 uyarınca izahnamede bağımsız denetimden veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolar ve bu finansal tablolara dayalı veriler ile herhangi bir kaynak kullanılmışsa ekte bunlar açıkça gösterilmelidir. İzahnamede yer alacak finansal tablolar İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 10 ve 11'e uygun olmalıdır.

ddd. Onaylanması

İzahnamedeki bilgilerin tam, doğru, açık ve anlaşılır olduğunun ve belirlenen standartlara uygun olarak hazırlandığının anlaşılması üzerine SPK'r, kendisine ulaşmasından itibaren on işgünü; ilk halka arzlar açısından yirmi işgünü içerisinde izahnameye onay verir.⁵⁸⁸ SPK'r tarafından yapılan bu incelemenin kapsamı dar olmakla birlikte, Kurul, izahnamedeki bilgilerin gerçeğe uygunluğunu denetlemeksizin, kendisi tarafından belirlenen standartlara göre izahnamenin tüm başlıkları kapsayıp kapsamadığına bakar.⁵⁸⁹ Ancak İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 19/3'e göre SPK'r,

⁵⁸⁷ İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 9. Söz konusu onay alınmadan halka arza başlanması halinde SPK'n m. 91 uyarınca kanuna aykırı ihraçlarda uygulanacak tedbirleri alabilir.

⁵⁸⁸ SPK'n m. 6 ile İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 19 ve 22. SPK'r, bu aşamada gerekli özeni göstermezse idarenin hizmet kusuruna ilişkin hükümlere başvurulabilir, Memiş/ Turan, s. 72; veya Kurul aleyhine genel hükümler uyarınca sorumluluk davası açılabilir, Üçışık/Çelik, s. 193; Tekinalp (Esaslar), s. 24.

⁵⁸⁹ Çetin (Yatırımcının Korunması), s. 441; Uçar, s. 69.

izahnamenin eksik hazırlanmış olması veya ek süre verilmesine rağmen belgelerdeki eksikliğin giderilmemesi durumunda izahnamenin onaylanmamasına karar verebilir.⁵⁹⁰

İzahnamedeki bilgi veya belgelerde bir eksikliğin tespit edilmesi veya ek belgeye ihtiyaç duyulması halinde ilgililere bu durum başvurudan itibaren on işgünü, ilk halka arzlarda yirmi işgünü içerisinde bildirilir ve verilen sürede bu eksikliğin giderilmesi istenir. Kanuna göre verilecek bu sürenin herhangi bir sınırı olmadığı gibi, onayın geç alınması dışında, sürenin kaçırılması sonucunda başvurunun yapılmamış sayılması gibi bir yaptırım söz konusu değildir.⁵⁹¹ Ancak bu konuya ilişkin olarak İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 19/2 hükmü, makul sebeplerin varlığı halinde ve başvuru sahibinin talebi üzerine Kurulca başvuru sahibine yirmi iş gününe kadar tek seferlik ek süre verilebileceğinden bahsettiği için süre konusunda üst sınırın bu şekilde belirlendiği söylenebilir. SPKr'nun onay süresi, söz konusu eksik veya ek bilgi ve belgelerin tamamının Kurula sunulduğu tarihten itibaren baştan işlemeye başlayacaktır. Ancak bu süreler içerisinde SPKr'nun başvuru hakkında hiçbir karara varmamış olması, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 19/4'e göre izahnamenin onaylandığı veya reddedildiği anlamına gelmez.⁵⁹²

AB İzahname Tüzüğü m. 20(2)(2) hükmüne paralel bir şekilde düzenlenen İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 22/3 uyarınca izahnamenin yetkili otorite olan

⁵⁹⁰ Ancak bu durum eski kanun dönemindeki kurul kaydına almaktan imtina kurumu değildir, burada Kurul sadece yukarıda belirtilen şartları taşımayan izahnameyi onaylamamaktadır; yani onay kurumu, eski kanunda yer alan sübjektif unsurlara ve değerlendirmeye bağlanmamıştır, Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 27; Adıgüzel, s. 32.

⁵⁹¹ Memiş/ Turan, s. 72.

⁵⁹² Bu durumun İYUK m. 10/2 ve 11 uyarınca değerlendirilmesi gerekmektedir, bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 711 vd.; Uçar, s. 71. Buna göre bir bağımsız idari otorite olan SKPr'nun altmış günün sonunda hala bir karar vermemiş olması zımnî ret olarak değerlendirilir. Dolayısıyla başvuru sahibinin idari işlemin iptali davası açması veya İYUK m. 11'deki haklarını kullanması gerekir.

SPKr'ca onaylanması, izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğuna dair SPKr'ca tekeffül verildiği anlamına gelmez; bu anlama gelecek reklam veya ilanlar yapılamaz. İzahname, yetkili otoritenin onayından geçmeden ilan edilemeyecektir; ancak bu onaya yatırımcı tarafından gereğinden fazla önem atfedilmesi ve izahnamedeki bilgilerin Kurulca onaylandığı için güvenilir olduğuna dair bir algının oluşması söz konusu olabilecektir.⁵⁹³

eee. Tescili ve İlanı

İzahnamenin kayda alındıktan sonra TSG'de tescil ve ilan edilmesini gerektiren eSPKn m. 6/1 uyarınca⁵⁹⁴ alanında uzman olan SPKr'nun kayda alması şeklindeki onayından sonra ticaret sicili müdürünün de izahnameyi uygun bulması gerekmektedir. Ancak ilgili hüküm, bu yönden doktrinde eleştirilmekte ve ticaret sicili müdürünün incelemesinin şekil şartlarıyla sınırlı olması gerektiği belirtilmekteydi.⁵⁹⁵ Bunun yanı sıra izahnamenin, TSG'de yayımlanması ile ne kadar geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşacağı belirsiz kalmaktaydı.

Yeni kanunla birlikte izahname tescil ve ilan edilmek zorunda olmayıp SPKr tarafından belirlenen esaslara göre yayımlanır ve izahnamenin nerede yayımlandığı hususu tescil ve TSG'de ilan edilir. Buna göre izahname SPKn m. 7/1 uyarınca onaylandıktan sonra onbeş işgünü içerisinde ilan edilebileceği gibi SPKn m. 7/2'ye göre SPKr'nın onayından önce de ilan edilebilir; ancak öncesinde yapılan bu ilan Kurulca belirlenecek usuller çerçevesinde yapılmalıdır. Mevzuatımızdaki izahnamenin SPKr'ca onaylanmasından önce ilan edilebilmesine ilişkin düzenleme AB düzenlemesinden bu noktada ayrılmaktadır;

⁵⁹³ Çetin (İzahnamenin Etkinliği), s. 61.

⁵⁹⁴ Bkz. eSPKn m. 6/1. Ancak izahnamenin yalnızca tescil ve ilan edilmesi kamuyu aydınlatma bakımından yeterli görülmemekteydi, Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 130.

⁵⁹⁵ Somer, s. 78; Demir, s. 56-57.

Çünkü AB İzahname Tüzüğü m. 20(1) uyarınca izahname ancak onaylandıktan sonra kamunun bilgisine sunulabilir. AB çapında izahname, İzahname Tüzüğü m. 21 gereği, onaylandıktan sonra ihraının, halka arz edenin, aracı kurumun veya borsanın internet sitesinde yayımlanabilir. Yetkili otorite tarafından onaylanan izahnameler bu sitelerde yayımlandıktan sonra en az on yıl süreyle kamunun kullanımına açık tutulmak zorundadır.

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 28/1 hükmü genel kuralı, SPKı tarafından onaylanmayan izahnamelerin ilan edilemeyeceği şeklinde ortaya koymakta; ancak ikinci fıkrasında bu kurala istisna getirmektedir. Tebliğ m. 28/2 uyarınca SPKı'na onay için sunulan izahname, başvurudan itibaren beş iş günü içinde ihraı ortaklığın kendi internet sitesinde veya KAP'ta ilan edilebilir. İzahnamenin en geç sermaye piyasası aracının teslimi anında yatırımcıya ulaştırılması gerekmektedir. Buna göre gazetede, internet sitesinde, borsanın internet sitesinde, yetkili sermaye piyasası otoritesinin internet sitesinde veya izahnamelerin belirli yerlerde dağıtımı şeklinde izahname ilan edilebilir. Sonrasında ise izahnamenin metni değil sadece nerede yayımlandığı hususu bu yollardan biriyle yapılan ilandan itibaren on iş günü içerisinde ticaret siciline tescil ve TSG'de ilan edilir.

fff. Değişiklik Yapılması

2499 sayılı eSPKn m. 10/2 uyarınca satış süresince izahname ile kamuya duyurulan bilgilerde değişiklik olması halinde en geç on gün içerisinde bu değişikliklerin SPKı'na bildirilmesi gerekmektedir. Ancak bu süre, yatırımcının korunması ilkesine

uygun olmadığı gerekçesiyle doktrinde eleştirilmiş⁵⁹⁶ ve I-40 sayılı Tebliğ⁵⁹⁷ m. 25/1’de, değişikliklerin SPKr’ye gecikmeksizin bildirim esas alınmıştır.

Meydana gelen bu değişikliklerin ayrıca, SPKr’den onay alındıktan sonra 2499 sayılı eSPKn m. 6/1 ve I-40 sayılı Tebliğ m. 25/2 gereğince daha önce kamuya duyurulan şekilde tescil ve ilan edilmesi gerekmektedir. 6362 sayılı SPKn m. 9 uyarınca içerdiği bilgilerde herhangi bir değişiklik olmadığı sürece izahnamenin geçerlilik süresi ilk yayım tarihinden itibaren on iki aydır. İzahnamede kamuya açıklanan bazı bilgilerin değişmesi durumunda yapılacak her ihraç için yeniden ve ayrı bir izahname düzenlenmesi zorunluluğu kaldırılıp raf kayıt sistemine⁵⁹⁸ geçiş yapılmıştır. Bu sistemde SPKn m. 8 uyarınca ekler ve değişikliklerin onaylanarak izahnameye eklenmesi suretiyle geçerlilik süresinde aynı izahnameye dayalı olarak birden fazla arz veya satış yapılabilir.

İzahnamede meydana gelen değişiklikler veya yeni durumların ortaya çıkması halinde izahnameye yapılacak eklemeler hususunda düzenlemeler, SPKn m. 8 ve İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 24’te öngörülmüştür. Buna göre satışa başlamadan önce veya satış süresi içerisinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek bir değişiklik meydana gelirse veya yeni bir durum ortaya çıkarsa bu durum en uygun haberleşme vasıtasıyla yazılı olarak gecikmeksizin Kurula bildirilir.

Konuya ilişkin AB İzahname Tüzüğü m. 9’da da benzer bir düzenleme öngörülmüş ve evrensel kayıt belgesi (*universal registration document*) alındıktan sonra

⁵⁹⁶ İhtiyar, s. 139-140; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 132.

⁵⁹⁷ Seri: I, No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, 3/4/2010 tarihli ve 27541 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

⁵⁹⁸ Bu sistemde her bir ihraç için ayrı izahname düzenleme şartı kaldırılmıştır. SPKn m. 9’da öngörülen oniki aylık süre içerisinde izahnamedeki değişiklik ve eklemelerin SPKn m. 6 uyarınca onaylanması ve ilan edilmesiyle aynı izahname ile birden fazla ihraç yapılması mümkündür, Adıgüzel, s. 35.

izahnamede meydana gelecek değişiklikler veya ortaya çıkan yeni durumların Tüzük m. 21’de öngörülen usule uygun olarak gecikmeksizin kamuya duyurulması gerektiği belirtilmiştir. Bildirilen değişiklik veya ekler, SPKı tarafından yedi işgünü içerisinde onaylanır ve değişikliklerin veya eklemelerin yapıldığı izahname, eski ve yeni kısımların yatırımcı tarafından kolayca karşılaştırabilmesi için tek metin halinde ilgili yerlerde yayımlanır.

6362 sayılı SPKn’daki izahnameye ilişkin en önemli değişikliklerden biri olarak arz edilen sermaye piyasası aracını satın almak isteyen yatırımcılar, izahnamede değişiklik yapılmasından sonraki iki işgünü içinde taleplerini geri alabilirler. Gerek duyulması halinde satış sürecinin ihraççı, halka arz eden, yetkili otorite veya SPKı tarafından bu süre içerisinde durdurulabilmesi mümkündür.

bb. Tasarruf Sahipleri Satış Duyurusu

Halka arzda düzenlenmesi gereken bir diğer kamuyu aydınlatma belgesi Pay Tebliği m. 23’te gösterilmiştir. Bu madde ve İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 15/1 uyarınca ortaklıkların sermaye artırımında, yeni pay alma haklarının kullanımından sonra kalan payların veya yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa artırılan sermayeyi temsil eden payların ya da ortakların mevcut paylarının, halka arzından önce tasarruf sahiplerine satış duyurusunun ilan edilmesi zorunludur. İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 15/2 uyarınca halka açık anonim ortaklıkların gerçekleştirdikleri sermaye artırımlarında yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların nominal değerinin toplamının, 150.000,00 TL’nin veya oran olarak satışa sunulan paylarının nominal değerinin %1’in altında kalması durumunda, bu ortaklıklar SPKı’ndan onay

almadan özel durum açıklaması yapmak suretiyle tasarruf sahiplerine satış duyurusu yayımlamayabilirler.

Tasarruf sahiplerine satış duyurusu, SPKı tarafından onaylandıktan sonra izahname hazırlanmasına ilişkin SPKı'nun düzenlemeleri çerçevesinde ilan edilir. Tasarruf sahiplerine satış duyurusu, yeni pay alma hakkı kullanım süresinin bitiminden veya yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa izahnamenin ilanından sonra ihraççının internet sitesinde, ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP'ta ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde aynı gün içinde ilan edilir. Ancak bu ilanın yapılmaması durumunda, payları borsada işlem gören ortaklıklar, kalan payları borsada satışa sunmak ve satış sonuçları hakkında özel durum açıklamasında bulunmak zorundadırlar. Diğer ortaklıklar ise yönetim kurulu kararıyla belirlenen yönteme göre satışı tamamlayabilirler. Ayrıca tasarruf sahiplerine satış duyurusunda yapılacak değişikliklerde İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 24'te yer alan ve izahnamenin değiştirilmesine ilişkin esaslar uygulanır.

Bu kamuyu aydınlatma belgesi, eSPKn dönemindeki sirküler ile aynı işlevi görmek üzere getirilen ve sorumluluk doğurucu bir belgedir. Tasarruf sahiplerine satış duyurusunda yer alan bilgilerin, imza sahiplerinin bilgileri çerçevesinde gerçeğe uygun olduğuna ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterilmiş olduğuna yönelik bir sorumluluk beyanı imzalanır. Bu belgeden doğan sorumluluk da aksi kanunda özel bir şekilde düzenlenmediği için SPKn m. 32'deki genel sorumluluk sistemine tabidir.

c. İhraç ve İhraç Belgesi

İhraç belgesi, birincil piyasalarda kamunun aydınlatılmasına yönelik olarak hazırlanan ve sermaye piyasası aracının halka arz edilmeksizin satışının yapıldığı ihraçlarda ⁵⁹⁹ düzenlenen kamuyu aydınlatma belgesidir. 6362 sayılı SPKn'da tanımlanmamış olsa da, ihraç belgesi, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 4/1/ğ'de “*[s]ermaye 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.

İhraç belgesi, çıkarılacak sermaye piyasası araçlarının nitelikleri ve satış şartları hakkında genel bilgileri içermeli ve yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve değerlendirilebilecek şekilde hazırlanmalıdır.⁶⁰⁰ SPKn m. 11/1'de ihraç belgesinin onaylanma usulü, izahnamenin onaylanması için öngörülen usule atıf yapılarak belirlenmiştir. Nitekim İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 19 ila 23 hükümleri hem izahname hem de ihraç belgesi için düzenlenmiştir. Ancak SPKr'ca onaylanan ihraç belgesi tescil edilmeksizin teslim alınmasından itibaren onbeş işgünü içerisinde ihraççının internet sitesinde ilan edilir. 6362 sayılı SPKn m. 11/2 uyarınca SPKr'nun gerekli görmesi ve ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda ihraç belgesi,

⁵⁹⁹ Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m. 6/1/b uyarınca halka arz edilmeksizin yapılan ihraçlarda satış türleri, nitelikli yatırımcıya satış ve tahsisli satış olarak ikiye ayrılır. Bunlardan tahsisli satış, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m. 4/1/ö uyarınca ‘*[s]ermaye piyasası araçlarının doğrudan yurt dışında ve/veya yurt içinde yerleşik kişilere borsa dışında tahsisli olarak ya da borsada toptan satışı*’dır.

⁶⁰⁰ İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 12/1.

KAP'ta ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde kamuya duyurulur. İhraç belgesinin geçerlilik süresi olan on iki aylık süre, izahname için öngörülen geçerlilik süresi ile aynıdır.⁶⁰¹ İhraç belgesinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından doğan sorumluluk İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 26 ve SPKn m. 11/3 uyarınca SPKn m. 32'ye tabidir.

ç. İlan ve Reklamlar

Sermaye piyasası aracının satışına veya ortaklığın tanıtımına ilişkin olarak halka basın-yayın organları aracılığıyla yapılan her türlü sözlü, yazılı veya görüntülü bildirimlere ilan veya reklam denilir. İlan ve reklamların usul ve esasları ilk olarak 1985 tarihli VIII-11 sayılı Tebliğde⁶⁰² düzenlenmişti ve buna göre ilan ve reklamların, abartılı olmaması, gerçeğe uygun ve doğru olması, halkı yanlış yönlendirecek bilgileri içermemesi ve işin niteliğine uygun ciddiyette olması gerekmektedir. Tebliğde ayrıntılı olarak belirtilen esaslara aykırı olarak yapılan ilan ve reklamları veren veya verdiren gerçek ve tüzel kişilerin cezai sorumlulukları bulunmaktaydı. Bununla birlikte, birincil piyasalarda halka arzda aracı kurumların Tebliğe uygun olmayan ilan ve reklamlardan sorumlulukları da bulunmaktaydı. VIII-11 sayılı Tebliğ m. 3 uyarınca SPKı, yanıltıcı nitelikte olan bu tür ilan ve reklamları durdurabilir veya yasaklayabilirdi.⁶⁰³

⁶⁰¹ İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 18/1.

⁶⁰² Seri: VIII, No: 11 sayılı Menkul Kıymetleri Halka Arzedilmiş Anonim Şirketlerle Menkul Kıymet Alım Satımı ile Uğraşan Kuruluşların İlan ve Reklamlarında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ, 27.12.1985 tarihli ve 18971 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁶⁰³ Kurulun bu yetkisi, TTK m. 56'daki haksız rekabet hukukunun özel bir halini yansıtmaktadır; dolayısıyla TTK'nın ilgili hükümlerinin burada da uygulama alanı bulması gereklidir. Hatta Kurul, bu hükümlerde sayılan tüm davaları açabilir ama kendisinin reklam ve ilanları durdurma yetkisi bulunduğu için bu tür davaları açmasına gerek kalmamaktadır, bkz. Ünal (Mevzuat), s. 355-356.

İlan ve reklamların, bazı özellikleri taşımaları kaydıyla kamuyu aydınlatma aracı olarak nitelendirilmeleri mümkündür.⁶⁰⁴ Bu özellikler, SPKn m. 7/3 hükmünde kısaca, izahnamedeki bilgilerle tutarlı olma, gerçeğe aykırı olmama, yanıltıcı veya abartılmış bilgiler içermeme şeklinde belirtilmiştir. Aynı doğrultuda İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 27/1'e göre halka arz edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarına ilişkin sözlü beyanlar da dahil olmak üzere her türlü ilan, reklam ve açıklamalar abartılı, yanlış veya yanıltıcı olmamalı ve izahnamedeki bilgilerle tutarlı olmalıdır. Tanıtım ve reklamların ayrıca, temelsiz veya eksik olmaması ya da yatırımcıda yanlış bir fikir uyandırmaması gereklidir. Her türlü tanıtım veya reklamda, reklam olduğu yatırımcı tarafından kolayca fark edilebilecek şekilde metinler oluşturulmalıdır. Bu tür metinlerin ayrıca, yatırım kararının izahnamenin incelenmesi sonrasında verilmesi gerektiğine dair uyarıyı içermesi zorunludur.

İhraca ilişkin reklamlarda sermaye piyasası aracının fiyatının belirlenmesinde SPKn'nun veya borsanın hiçbir rolünün, onayının veya takdir yetkisinin bulunmadığı açıkça vurgulanmalıdır. Ayrıca reklam, izahnamenin onayından önce yapılacaksa bu hususun özellikle vurgulanması gerekmektedir. İzahnamenin onayına ilişkin başvurudan sonra yapılan reklamların ilgili sektör, faaliyet konusu ve ihraççının ürettiği mal veya hizmetlere ilişkin olması gerekir. Ancak izahnamenin onayından sonra yapılan reklamlarda, izahnamenin nerede ilan edileceği belirtilir. Bunun yanı sıra nitelikli yatırımcıya yapılacak satışlarda, yalnızca yatırımcının aranan özellikleri taşıması durumunda satışın yapılacağı hususunun vurgulanması II-5.1 sayılı Tebliğ m. 27/4 uyarınca zorunludur.

⁶⁰⁴ Rüzgar, s. 92; Uçar, s. 40; eSPKn dönemindeki benzer bir görüş için bkz. İhtiyar, s. 121 ve 143.

4. Organize Piyasalara Başvuru Anında Kamuyu Aydınlatma ve Borsada İşlem Görme Duyurusu

Bir anonim ortaklığın ilk kez borsa veya teşkilatlanmış diğer piyasalara başvurması halinde kamuya açıklaması gereken bazı bilgiler bulunmaktadır. Bir ortaklığın sermaye piyasası araçlarının, BİST’te işlem görebilmesi için bu borsa kotuna alınması, ilgili borsaya bazı belgeler⁶⁰⁵ hazırlanarak başvurulması ve bu araçların borsaya kote edilmeleri gerekir. Bu kotasyon başvurusuna ilişkin usul ve esaslar ise SPK’r tarafından çıkarılan Borsacılık Faaliyetleri Yönetmeliği⁶⁰⁶ ile düzenlenmiştir. Yönetmelik m. 14/2 uyarınca sermaye piyasası araçlarının borsa kotuna alınmasına ilişkin kotasyon şartları Borsa İstanbul A.Ş. Yönetim Kurulunca belirlenir ve SPK’r tarafından onaylanır. Yönetim kurulu bu yetkiye dayanarak 2015 yılında bir Kotasyon Yönergesi⁶⁰⁷ hazırlamıştır.

Borsaya yapılacak kotasyon başvurusu, Borsacılık Faaliyetleri Yönetmeliği m. 15/1 ve Kotasyon Yönergesi m. 6/1 uyarınca ihraççı, halka arz eden, fon kurucusu, ihraççı veya ihraca aracılık eden yatırım kuruluşu tarafından; veya payların GİP’te işlem görmesi için ihraççıyla birlikte piyasa danışmanı tarafından bir dilekçe ile yapılır.⁶⁰⁸ İlgili sermaye

⁶⁰⁵ Bu bilgi ve belgeler, Borsa İstanbul A.Ş. tarafından çıkarılan Kotasyon Yönergesi Başvuru Belgeleri’nde ayrıntılı olarak belirtilmiştir, bkz. <<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yonergeler/kotasyon-yonergesi-basvuru-belgeleri.pdf?sfvrsn=22>> (Erişim Tarihi: 13.02.2019).

⁶⁰⁶ Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği, 19.10.2014 tarihli ve 29150 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

⁶⁰⁷ 2015 tarihli Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesi.

⁶⁰⁸ Kotasyon Yönergesi m. 6/6 uyarınca yönerge kapsamında istenen bilgi ve belgelerin Borsa İstanbul A.Ş.’ye sunulmasından itibaren 20 iş günü içinde başvuru karara bağlanır. Ancak “[b]aşvuruda, bilgi ve belgelerin eksik olması veya ek bilgi ve belgeye ihtiyaç duyulması halinde, başvuru tarihinden itibaren 10 iş günü içinde başvuru sahibi yazı ile ya da elektronik ortamda bilgilendirilerek, eksikliklerin 20 iş günü içinde giderilmesi istenir. Bu takdirde, yukarıda öngörülen 20 iş günlük süre, söz konusu eksik veya ek bilgi ve belgelerin tamamının Borsaya sunulduğu tarihten itibaren baştan işlemeye başlar. Makul sebeplerin varlığı halinde ve başvuru sahibinin talebi üzerine Borsa tarafından başvuru sahibine 20 iş gününe kadar ek süre verilebilir. Borsa tarafından verilen süre içinde, eksik bilgi ve belgeler tamamlanmaz ise veya başvuru tarihinden itibaren Borsadan kaynaklı olmayan herhangi bir sebeple 100 gün içinde sonuçlanmayan başvurular işlemde kaldırılabilir.”

piyasası aracı, borsada işlem görmeye başlamadan önce borsaya sunulan bilgi veya belgelerin içeriği ile ilgili önemli değişiklik veya gelişme olursa bu kişiler durumu gecikmeksizin yazılı olarak borsaya bildirmekle yükümlüdürler.

Sermaye piyasası aracı borsa kotuna alınan ortaklıkların başvuru anında sunmuş oldukları bilgi ve belgelerin doğru olmamasından dolayı sorumlulukları da mevzuatta düzenlenmiştir. SPKn m. 67'ye dayanılarak çıkarılan Borsacılık Faaliyetleri Yönetmeliği m. 15/2 ve Kotasyon Yönergesi m. 6/5 uyarınca sunulan bilgi ve belgelerdeki yanlışlık veya eksikliklerden, ihraççı veya fon kurucusu, halka arz edenler, ihraca aracılık eden yatırım kuruluşu, birden çok yatırım kuruluşunun aracılık ettiği ihraçlarda konsorsiyum veya eş liderleri, piyasa danışmanı, varsa garantör ve bağımsız denetçi, kusurlarına ve durumun gereklerine göre sorumlu olurlar. Bu maddelerde sayılan kişiler de hükmün açık ifadesi karşısında farklılaştırılmış teselsül sorumluluğuna tabidirler. Bu kişiler sermaye piyasası aracının borsada işlem görmeye başlamasından önce bu bilgi ve belgelerin içeriği ile ilgili önemli değişiklik ve gelişmeler olması halinde borsaya gecikmeksizin yazılı olarak bilgi verir.

5. Sürekli Kamuyu Aydınlatma

a. Genel Düzen

Birincil piyasalarda halka arz esnasında kamuya açıklanan bilgiler, ortaklığın veya sermaye piyasası aracının durumu hakkında bilgi verebilirken, ihraçtan sonra da potansiyel yatırımcının ortaklıkla ilgili güncel bilgilere ulaşabilmesi gerekmektedir. Birincil piyasalarda yapılan kamuyu aydınlatma, yalnızca sermaye piyasası araçlarının halka arzında veya halka arz edilmeksizin ihracında söz konusu olabilmekteyken; ikincil

piyasalarda kamuyu aydınlatma ile belirli zamanlarda dönemsel olarak veya belirli durumlarda özel olarak kamunun sürekli bir şekilde aydınlatılması sağlanır.

Kamunun sürekli aydınlatılması, doktrinde sıkça kullanılan ayırım doğrultusunda ikincil piyasalarda ortaklığın durumu ile ilgili dönemsel olarak finansal raporların düzenlenmesi ve özel durumların kamuya açıklanması ile gerçekleşir. Sürekli kamuyu aydınlatma çerçevesinde bağımsız denetim raporları ile finansal tablo ve raporların kamuya açıklanması SPKn m. 14'te düzenlenirken kamunun aydınlatılmasında özel durumlar SPKn m. 15'te düzenlenmiştir. TTK m. 1524'te bağımsız denetime tabi sermaye ortaklıklarına, bilgi toplumu hizmetleri çerçevesinde kamuya çeşitli hükümlerde öngörülen belirli konuları duyurma yükümlülüğü yüklenmiştir. Bu hükümde kamunun gerektiği zaman ancak sürekli olarak aydınlatılması ve şeffaflığın azami oranda sağlanabilmesi amacıyla kamuyu aydınlatma düzenlenmiştir.⁶⁰⁹

b. Dönemsel Kamuyu Aydınlatma

aa. Finansal Raporlar

aaa. Tanımı ve İşlevi

Finansal tablo ve raporların tanımı 6362 sayılı SPKn'da yapılmamış, ancak yatırım fonları, konut finansmanı ve varlık finansmanı fonları dışında kalan ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarının hazırlayacakları finansal raporların usul ve esaslarına dair çıkarılan II-14.1 sayılı Finansal Raporlama Tebliği⁶¹⁰ m. 4/1/b ve c'de bir tanım yapılmıştır. Buna

⁶⁰⁹ Yanlı (TTK Tasarısı), s. 165.

⁶¹⁰ Seri: II, No: 14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği, 13/6/2013 tarihli ve 28676 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Yatırım fonları, konut ve varlık finansman fonlarının hazırlayacakları finansal raporlar için ise Seri: II, No: 14.2 sayılı Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ çıkarılmıştır (bkz. 30/12/2013 tarihli ve 28867 mükerrer sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır).

göre finansal raporların “[f]finansal tablolar, yönetim kurulu faaliyet raporları ve sorumluluk beyanlarından oluşan raporları” ve finansal tabloların “[d]ipnotlarıyla birlikte finansal durum tablosu, kapsamlı gelir tablosu, nakit akış tablosu ve özkaynak değişim tablosunu” ifade ettiği belirtilmiştir. Söz konusu belgelerin düzenlenmesi ve açıklanmasına ilişkin sistem AB mevzuatıyla uyumludur.⁶¹¹

Finansal bilgiler, yatırımcıların yatırım kararı verirken ilk olarak baktıkları en temel verilerdir.⁶¹² Özellikle kurumsal ve nitelikli yatırımcılar, yatırım kararı verirken kamuya açıklanan finansal bilgilere bakarlarken diğer yatırımcılar yatırım danışmanlarının tavsiyelerini dinlemektedirler.⁶¹³ Bu yatırım tavsiyelerinin hepsi de geleceğe ilişkin tahminlerdir. Söz konusu tahminlerin önemi ise yatırımcıların, ortaklıkların geçmişte neler yaptığına değil gelecekte neler yapabileceklerine ilişkin inançlarından dolayı o tahminlere değer vermelerinden kaynaklanır.⁶¹⁴ Bir ortaklığın geleceğe ilişkin performansının ve dolayısıyla hakkında yapılacak tahminlerin belirsizliğinin yatırım kararlarının alınmasını zorlaştırabileceği düşünülse de ortaklığın

⁶¹¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. Avrupa Birliği Hukukunda “Kamuyu Aydınlatma Yönergesi” başlığı altındaki açıklamalar.

⁶¹² Akbulak/Akbulak, s. 16; Demir, s. 36; Kara (Sorumluluk), s. 163. Özellikle profesyonel müşteriler, ihraççı ortaklığın geçmiş finansal bilgilerini değerlendirerek yatırım kararı verirler, Veil (der verständiger Anleger), s. 165. Yapılan araştırmalar sonucunda, yatırımcıların, kamuyu aydınlatma belgelerinde sadece fiyat, tür ve vadeye ilişkin bilgilere bakarak ve yatırım danışmanlığı alarak; ancak yatırımın getirdiği riskleri iyice anlamadan yatırım kararı verdikleri tespit edilmiştir, bkz. Özer, s. 48. Diğer taraftan yapılan başka bir araştırma, kurumsal yatırımcıların yatırım kararı vermeden önce finansal raporlarda yer alan, ortaklığın özellikle finansal borçlanmasına ve hakim pay sahipliği gibi sermaye yapısına ilişkin dipnotları incelediklerini göstermektedir, Özkan/ Güngör Tanç/ Tanç, s. 69.

⁶¹³ Brinckmann, s. 315, para. 7. Özellikle bireysel yatırımcıların kendi başlarına araştırma yapmaktan ziyade yatırım tavsiyelerini dinledikleri ve hatta insanların araba satın alırken hangi modeli istediklerine dair sermaye piyasası aracı satın alırkenkine nazaran daha çok araştırma yaptıkları belirtilmektedir, Özer, s. 39-40.

⁶¹⁴ U. S. Court of Appeals, Wielgos v. Commonwealth Edison Company, 892 F.2d 509 (7th Cir. 1989).

finansal bilgileri, tahminlerin belirsizliğini ortadan kaldıracabilecek iyi geliştirilmiş ve fiyata duyarlı bir araçtır.⁶¹⁵

bbb. Hazırlanması

Finansal Raporlama Tebliği m. 6 uyarınca bu tebliğe tabi işletmelerin tamamı yıllık finansal rapor düzenlemek zorundadırlar; ancak Tebliğ m. 7’de sayılan işletmeler⁶¹⁶ üç, altı ve dokuz aylık ara raporlar da düzenleyeceklerdir. Düzenlenecek bu ara dönem finansal raporlarda, Finansal Raporlama Tebliği m. 8/3 uyarınca o döneme denk gelen önemli gelişmelerin ve bunların etkilerinin gösterilmesi zorunludur. Finansal raporların düzenlenmesini, TTK m. 375/1/c’de yönetim kurulunun vazgeçilmez görev ve yetkilerinden olan muhasebe düzeninin kurulması kapsamında değerlendirmek gerekmektedir.⁶¹⁷ Yönetim kurulu, oluşturacağı bir komiteye bu yükümlülükleri verebileceği gibi başka görevliler de belirleyebilir. Bu hususta var olan farklı bir düzenlemeye göre ayrı bir denetim komitesi kurulması zorunlu olan ortaklıklarda⁶¹⁸ Finansal Raporlama Tebliği m. 9/2’ye göre bu sorumluluğun denetim komitesine verilmesi gerekmektedir.⁶¹⁹

⁶¹⁵ Brinckmann, s. 316, para. 8-9.

⁶¹⁶ Maddeye göre, 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 ara raporlar düzenlemekle yükümlüdürler.

⁶¹⁷ Kırca/ Şehirli Çelik/ Manavgat, s. 205.

⁶¹⁸ Bu ortaklıklar, halka açık ortaklıklardır ve Kurumsal Yönetim Tebliği m. 5/1 uyarınca denetim komitesi bulundurmaları zorunludur.

⁶¹⁹ Ancak Kurumsal Yönetim İlkelerine göre denetim komitesinin finansal raporlara ilişkin bir gözetim görevi de bulunacaktır. Bu komitenin kendisinin sorumluluğunda olan raporları gözetiminin TTK m. 375 hükmüne aykırılık oluşturduğu yönündeki tartışma için bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 206.

TTK uyarınca finansal tablo hazırlamakla yükümlü olan bağımsız denetime tabi ortaklıklardan, kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar⁶²⁰ TMS'yi uygulamakla yükümlü iken bu kuruluşların dışında kalan ve bağımsız denetime tabi diğer kuruluşlar BOBİ FRS'yi⁶²¹ uygulamak zorundadır. Dolayısıyla BOBİ FRS de TTK geçici m. 1 anlamında TMS'nin kapsamındadır. Finansal raporlarını hazırlarken TMS'ye uymakla yükümlü olan ortaklıkları belirlemeye yetkili kurum, TTK geçici m. 6/1 uyarınca KGK'dır. KGK ise bir kararında, kararına ekli listesinde yer alan borsa şirketleri ve sermaye piyasası kurumlarının tamamının bulunduğu bir grup ortaklığın TMS'yi uygulamakla yükümlü olduğunu belirlemiştir.⁶²² Diğer taraftan bağımsız denetime tabi olmayan işletmeler, tabi oldukları mevzuat uyarınca veya kendi istekleri doğrultusunda TMS veya BOBİ FRS'yi uygulayabilir.

SPKn m. 14/1 ve 2'de ihraççının yönetim kurulu tarafından hazırlanacak ve gerektiğinde SPKı tarafından istenebilecek finansal tablo ve raporların tam, doğru ve gerçeğe uygun bir şekilde hazırlanmaları gerektiği ifade edilmiştir. Finansal tablo ve raporlar, şekil ve içerik bakımından TTK m. 515'te yer alan dürüst resim ilkesine ve Finansal Raporlama Tebliği m. 5/1 ve SPKn m. 14 uyarınca KGK tarafından çıkarılan TMS'ye⁶²³ ve Kurulca belirlenen düzenlemelere uygun olarak hazırlanmalıdır.

⁶²⁰ 660 sayılı KHK m. 2'de KAYİK, "Halka açık şirketler, bankalar, sigorta, reasürans ve emeklilik şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, finansal kiralama şirketleri, varlık yönetim şirketleri, emeklilik fonları, ihraççılar ve sermaye piyasası kurumları ile faaliyet alanları, işlem hacimleri, istihdam ettikleri çalışan sayısı ve benzeri ölçütlere göre önemli ölçüde kamuoyunu ilgilendirdiği için Kurum tarafından bu kapsamda değerlendirilen kuruluşları ifade eder." şeklinde tanımlanmıştır. Burada sayılan kuruluşlarla KGK'nın 13.09.2018 tarihli ve 03/161 sayılı Kararındaki ekli listede yer alan işletmelerin örtüştüğü görülebilir.

⁶²¹ KGK'nın Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı Hakkında Tebliği (Sıra No: 56), 29.07.2017 tarihli ve 30138 mükerrer sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁶²² KGK, 03/161 sayılı ve 13.09.2018 tarihli TMS Uygulama Kapsamına İlişkin Kurul Kararı, 01.11.2014 tarihli ve 29162 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁶²³ 660 sayılı KHK m. 2/1/j uyarınca TMS, "Kurul tarafından onaylanarak Türkiye Muhasebe Standardı ve Türkiye Finansal Raporlama Standardı adıyla yayımlanan muhasebe standartlarını" ifade

İhraççının yönetim kurulu, SPKn m. 14/1 uyarınca bu raporları zamanında, tam ve doğru bir şekilde hazırlamak ve ibraz etmekle yükümlüdür. Finansal raporların, yatırımcıların anlayacağı şekilde açık olarak ve gereksiz detaylara girilmeden hazırlanması gerekmektedir. Doktrinde yatırımcıların bilgiyi algılama düzeylerinin farklılığından dolayı finansal tabloların tam metni ile birlikte basit bir özet kısmı hazırlanarak kamuya açıklanması önerilmiştir; böylece bireysel yatırımcıların da bu tabloları anlaması ve bunlardan yararlanması amaçlanmıştır.⁶²⁴

Yönetim kurulu yıllık faaliyet raporları, Finansal Raporlama Tebliği m. 8/1 uyarınca hem bu tebliğin hükümlerine hem de ilgili Yönetmelik hükümlerine⁶²⁵ uygun olarak hazırlanmalıdır. Finansal Raporlama Tebliği m. 8/2 uyarınca faaliyet raporlarının içeriğinde bulunması gereken bilgiler tek tek sayılmıştır; ancak son bentte finansal tablolarda yer almayan, ama kullanıcılar için faydalı olacak diğer hususların da bu raporlarda yer alması gerektiği öngörülerek bu bilgilerin kapsamı oldukça genişletilmiştir. Sonuç olarak ise yıllık faaliyet raporları, ticari sırlar dışında kalan tüm bilgileri içermektedir. Bazı hususların ticari sır olarak değerlendirilip bu rapora alınmaması konusunda yetki, yönetim kuruluna bırakılmıştır ve bu durum, yönetim kuruluna faaliyet raporunun içeriğini daraltma hususunda bir takdir yetkisinin tanınması anlamına gelebilecektir.⁶²⁶

etmektedir. Bağımsız Denetim Yönetmeliği m. 4/1/u'da ise bu hükmü tamamlayıcı bir tanım yapılmıştır: “660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname uyarınca Kurul tarafından onaylanarak Türkiye Muhasebe Standardı ve Türkiye Finansal Raporlama Standardı adıyla yayımlanan muhasebe standartları ile bu alana ilişkin diğer düzenlemeleri”dir.

⁶²⁴ Bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 199. Özellikle bu raporların uzun bir şekilde hazırlanması, içine gereksiz bilgilerin kolayca yerleştirilebilmesine ve önemli bilgilerin yatırımcının dikkatinden kaçmasına sebep olabilmektedir, Özkan/ Güngör Tanç/ Tanç, s. 64.

⁶²⁵ Ortaklıkların Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik, 28/8/2012 tarihli ve 28395 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmıştır.

⁶²⁶ Manavgat (Halka Arz), s. 204.

Yönetim kurulunun Finansal Raporlama Tebliği m. 9/1 ve 3 uyarınca finansal tablolar ve faaliyet raporuna ilişkin karar alması gerekmektedir. Bu sorumluluk beyanı, kamuya açıklanan finansal raporların tam, doğru ve eksiksiz bir şekilde hazırlandığı ve içerdiği bilgilerin gerçeğe uygun olduğuna ilişkin yönetim kurulu, ilgili komite veya üye ile genel müdür tarafından verilen bir beyandır. Bu sorumluluk beyanı dolayısıyla finansal raporların, FRS'ye, Finansal Raporlama Tebliğine ve gerçeğe uygun olarak hazırlanmasından ve doğruluğundan dolayı ihraççılar ve kusurları oranına ve durumun gereklerine göre yönetim kurulu üyeleri sorumludur. Kamuyu aydınlatma ilkesi gereği yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan denetim komitesinin varlığı dahi yönetim kurulu üyelerinin bu sorumluluklarını ortadan kaldırmaz.⁶²⁷ Çünkü buradaki sorumluluk beyanı, sadece imzalayanı sorumluluk altına sokan bir beyan olmadığı gibi yönetim kurulu üyelerinin finansal rapordan sorumluluğu hususunda kabul edilen farklılaştırılmış teselsül esası, TTK'da yer alan, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluk sistemine benzerdir.⁶²⁸ SPK'nın m. 14 uyarınca finansal raporları hazırlayan ihraççının yönetim kurulu üyelerinin kamuya yapacakları bildirimlerde finansal raporların gerçeğe uygunluğu ve doğruluğu konusunda bu sorumluluk beyanlarına yer verilmesi zorunludur.

ccc. Kamuya Açıklanması

Finansal Raporlama Tebliği m. 6 ve 7 uyarınca düzenlenmesi gereken finansal raporların yıllık olarak veya ara dönemlerde kamuya duyurulmasına dair süreler m. 10/1'de belirlenmiştir. Buna göre sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ortaklıklar ile bu hükümde sayılan ortaklıklar hesap döneminin bitiminden itibaren

⁶²⁷ Komite ve yönetim kurulu arasındaki ilişki bir görev dağılımı değil, işbölümü ilişkisidir, bkz. Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar I), s. 345-346, para. 535; Tekinalp (Sermaye Ortaklıkları), s. 219, para. 11-17; Kırca/ Şehirali Çelik/ Manavgat, s. 479-480; ayrıca bkz. Kara (Sorumluluk), s. 164.

⁶²⁸ Manavgat (Halka Arz), s. 207; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 38.

altmış gün içinde yıllık olarak düzenleyecekleri finansal raporlarını ve bunlara ilişkin bağımsız denetim raporlarını açıklayacaklardır. Finansal Raporlama Tebliği m. 7/1’de sayılan ortaklıklar⁶²⁹ ise ayrıca üç, altı ve dokuz aylık dönemlerde finansal tablo düzenlemek ve bu dönemlerin bitiminden itibaren otuz gün içinde bunları kamuya açıklamak zorundadırlar.⁶³⁰

Finansal raporların bağımsız denetimden geçmesi halinde yönetim kurulunun, karar alması ve sorumluluk beyanını imzalamasını izleyen iş günü, finansal raporların, denetim raporu ve sorumluluk beyanıyla birlikte kamuya açıklaması gerekir.⁶³¹ Finansal Raporlama Tebliği m. 12/3 uyarınca da finansal tablolar yönetim kurulu faaliyet raporundan önce açıklanabilir. Finansal Raporlama Tebliği m. 12/1-2 uyarınca finansal raporlarını KAP’a bildirmekle yükümlü olan portföy yönetim şirketleri, yatırım kuruluşları ve sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ortaklıklar dışında kalan diğer sermaye piyasası kuruluşları, finansal raporlarını SPK’na bildirmek suretiyle kamuya açıklarlar. Ayrıca Finansal Raporlama Tebliği m. 17/1 uyarınca başka bir mevzuata göre finansal tablo hazırlandığında ilgili makamın finansal tabloları kamuya açık tutması halinde, kamunun aydınlatılmasında eşitsizlik ortaya çıkmaması için ortaklığın da bu tabloları kamuyu aydınlatma prosedürüne uygun bir şekilde açıklama yükümlülüğü vardır.

⁶²⁹ İlgili hükme göre halka açık anonim ortaklıkların tamamının değil, bazı ortaklıkların ara dönem finansal rapor düzenleme yükümlülüğü bulunmaktadır. Söz konusu ortaklıklar ise 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 kuruluşlarıdır.

⁶³⁰ Finansal Raporlama Tebliği m. 11.

⁶³¹ Finansal Raporlama Tebliği m. 12/1/b. Manavgat buradaki sürenin kısa olmasının, ortaklığın denetim kuruluşu ile iletişime geçip önden bilgi almasını gerekli kılacağı ve bunun da kamuya henüz açıklanmamış finansal raporlardaki bilgilerin ortaklığın üst düzey yöneticileri tarafından öğrenilip kullanılabilmesine yol açacağını belirtmektedir, bkz. (Halka Arz), s. 208.

bb. Bağımsız Denetim Raporları

Finansal raporlarda yer alan bilgilerin, gerçeği doğru ve dürüst bir biçimde yansıtması ilkesine uygunluğu bakımından, SPKn m. 14/3 uyarınca SPKı tarafından listeye alınan bağımsız denetim kuruluşları tarafından,⁶³² KGK tarafından çıkarılan TDS⁶³³ çerçevesinde ve SPKı düzenlemelerine uygun olarak denetlenmesi ve bir bağımsız denetim raporunun alınması zorunludur. SPKn m. 14/4 uyarınca SPKı, halka arzda, borsada işlem görme başvurusunda, SPKn m. 23'te yer alan önemli nitelikte işlemlerde ve ortaklığın faaliyetlerini ve finansal durumunu önemli derecede etkileyen olay ve gelişmelerde, işlemin tarafi ortaklıklardan, bağımsız denetim raporu istemeye yetkilidir.

Kurumsal yatırımcıların yatırım kararı verirken en çok yararlandıkları kamuyu aydınlatma belgesi finansal tablo ve raporlar olması sebebiyle finansal raporlar için bağımsız denetim raporunun alınması büyük önem arz etmektedir. Özellikle kamuyu aydınlatma belgelerinde hukuka uygun bir şekilde, ihraççı tarafından sağlanan bilgilerin tam, doğru ve eksiksiz olduğuna ilişkin bir güvence anlamına gelen denetimin sonucunda bir denetim raporunun düzenlenmesi yatırımcılar açısından önem arz eder.⁶³⁴ Dolayısıyla, TTK m. 397/2 uyarınca denetime tabi olduğu halde denetimden geçmemiş finansal tablolarla yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, düzenlenmemiş hükmündedir.

⁶³² Söz konusu liste için bkz. SPKı, Sermaye Piyasasından Bağımsız Denetimle Yetkili Kuruluşlar Listesi, <<http://www.spk.gov.tr/SiteApps/BagimsizDenetimKurulusu/Index>> (Erişim Tarihi: 06.05.2019).

⁶³³ Söz konusu standartlar için bkz. Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, <<http://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/5167/Bag%CC%86%C4%B1ms%C4%B1z-DenetimStandartlar%C4%B1>> (Erişim Tarihi: 06.03.2019). Ayrıca Bağımsız Denetim Yönetmeliği m. 4/1/t uyarınca “*Türkiye Denetim Standartları (TDS): 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname uyarınca yürürlüğe konan, bilgi sistemleri denetimi dahil olmak üzere, bağımsız denetim alanında uluslararası standartlarla uyumlu eğitim, etik, kalite kontrol ve denetim standartları ile bu alana ilişkin diğer düzenlemeleri*” ifade etmektedir.

⁶³⁴ Manavgat (Menfaat Şartı), s. 34.

TTK m. 402 ve 403 uyarınca denetim raporu, denetimin türü, kapsamı, niteliği ve sonuçlarını açık, anlaşılır, basit bir dille yazılmış ve bir önceki yıla karşılaştırmalı olarak hazırlanmış olmalıdır. SPKn m. 14/2 uyarınca TMS'ye göre hazırlanacak olan finansal raporlarda yer alan '*bilgilerin gerçeği, doğru ve dürüst bir biçimde yansıtması*' ilkesine (*true and fair view*) uygun olup olmadığına ilişkin olarak ihraççının yönetim kurulu ve yöneticileri tarafından bir sorumluluk beyanı verilir ve söz konusu beyan kamuya açıklanır. SPKn m. 14/2 hükmü uyarınca ihraççının yönetim kurulu üyeleri, farklılaştırılmış teselsül hükümlerine göre, yöneticiler ve ortaklıkla birlikte sorumludur.

Defter tutma düzeninin, finansal tabloların, kanun ile esas sözleşmenin finansal raporlamaya ilişkin hükümlerine uygun olup olmadığı, yönetim kurulunun denetim kapsamında denetçinin istediği açıklamaları yapıp yapmadığı ve belgeleri verip vermediği, denetim raporunun esas bölümünde belirtilir. Denetim raporunun esas bölümünde ayrıca, finansal tablolar ile bunların dayanağı olan defterlerin; öngörülen hesap planına uygun tutulup tutulmadığı ve TMS çerçevesinde, şirketin malvarlığı, finansal ve kârlılık durumunun resmini gerçeğe uygun olarak ve dürüst bir şekilde yansıtıp yansıtmadığı da belirtilir.

Finansal raporların mevzuata ve gerçeğe uygun denetlenip denetlenmemesinden dolayı meydana gelecek zararlardan denetim kuruluşları ve denetim raporunu imzalayanlar müteselsilen sorumludurlar. SPKn m. 63'te yer alan bu hükme paralel bir şekilde TTK m. 554'te de denetçilerin kanuni görevlerini yerine getirirken kusurlu davranmaları halinde ortaklığa, pay sahiplerine ve ortaklık alacaklılarına karşı sorumlu olacaklarına ilişkin bir hüküm de öngörülmüştür.

c. Özel Haller Gereği Kamuyu Aydınlatma

aa. Genel Düzen

Bu tür kamuyu aydınlatmada, açıklamanın yapılması belirli olayların gerçekleşmesine bağlı olduğu, ancak zamansal anlamda bir belirleme olmadığı için bu aydınlatmanın dönemsel olarak yapılması beklenemez. Dönemsel yapılacak kamuyu aydınlatma halleri açıkça belirlenmiş olmasına rağmen özel durum açıklamalarının yapılması mevzuatta öngörülen olayın gerçekleşip gerçekleşmediğine dair yorum yapılmasını gerektirir.⁶³⁵ Mevzuatta öngörülen bazı özel olaylar veya işlemler gerçekleştiği anda açıklamanın gecikmeksizin yapılması gerekmektedir. Anında kamuyu aydınlatma, bazı durumlar ortaya çıktığında kamunun aydınlatılmasını sağladığından dönemsel kamuyu aydınlatmanın tamamlayıcısıdır, denilebilir.⁶³⁶ Belirli aralıklarla yıllık veya ara raporları kamuya açıklama, ortaklığın güncel durumunu belirli dönemler itibariyle yansıtmayabilir. Ortaklıkta meydana gelen önemli olayların gecikmeksizin kamuya duyurulması, yatırımcının korunması açısından gereklidir.

Burada özel durumların kamuya açıklanması yolu ile anında kamuyu aydınlatmaya dair yükümlülük yerine getirilmektedir. Anında kamuyu aydınlatmanın konusu, içsel ve sürekli bilgi açıklamaları ile diğer açıklamalardan oluşan özel durum açıklamaları, pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu, birleşme ve bölünmede hazırlanan duyuru metinleri, yetki talebine ilişkin bilgi formudur.

⁶³⁵ Manavgat (Halka Arz), s. 211.

⁶³⁶ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 138; Bilgili, F.: Publizitätspflichten von Aktiengesellschaften nach dem Türkischen Kapitalmarktrecht-Vergleich und Hinweise auf die deutsche Lösung, Frankfurt 2000, s. 135.

2499 sayılı eSPKn döneminde ortaya çıkabilecek bazı özel olay ve işlemlerin açıklanabilmesi için izahname ve sirküler dışında düzenlenecek özel bir rapor kavramı tam olarak oturmamıştı.⁶³⁷ 1992 yılında 2499 sayılı eSPKn m. 16/A hükmü ile kamunun aydınlatılmasına ilişkin ‘*Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar*’ başlığı ile özel bir düzenleme eklenmiştir.⁶³⁸ Bu hüküm uyarınca çağrı yoluyla hisse senedi veya vekaletname toplanması, birleşme ve devir, sermaye artırımları gibi ortaklığın sermayesini etkileyen önemli gelişmelerin kamuya açıklanması konusunda SPKr, küçük yatırımcıyı korumak amacıyla düzenleme yapabilme yetkisine sahipti. Bu hükme göre SPKr’nun yetkisinin kapsamına sadece zorunlu çağrı yapılmasını gerektiren menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli durumlar (eSPKn m. 16/A/4) değil; sermaye piyasası araçlarının değerini veya yatırım kararlarını etkileyebilecek ya da yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik tüm önemli olay ve gelişmeler de girmektedir.⁶³⁹ Bu düzenlemenin amacının ise doktrinde “*erken uyarı verecek gözetim sistemi*” olduğu belirtilmişti.⁶⁴⁰ Doktrindeki bir görüşe göre, bu hükmün eBK m. 41⁶⁴¹ anlamında bir koruma hükmü olmadığı; hükme aykırılık halinde zarar gören bir yatırımcının, zararının tazmin edilmesini ihraççıdan isteyemeyeceği ifade edilmekteydi.⁶⁴² Her ne kadar 6362

⁶³⁷ Karslı, s. 465.

⁶³⁸ Söz konusu hüküm, 13.05.1992 tarihli ve 21227 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 29/4/1992 tarihli ve 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun m. 16 ile eklenmiştir.

⁶³⁹ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 135, dn. 127.

⁶⁴⁰ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 136.

⁶⁴¹ Söz konusu, 29.04.1926 tarihli ve 359 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 22.04.1926 tarihli ve 818 sayılı Borçlar Kanunu m. 41 hükmü şu şekildeydi: “*Haksız Muamelelerden Doğan Borçlar: A)Umumi Kaidele: I - Mesuliyet Şeraiti: Gerek kasten gerek ihmal ve teseyyüp yahut tedbirsizlik ile haksız bir surette diğer kimseye bir zarar ika eden şahıs, o zararın tazminine mecburdur. / Ahlâka mugayir bir fiil ile başka bir kimsenin zarara uğramasına bilerek sebebiyet veren şahıs, kezalik o zararı tazmine mecburdur.*”

⁶⁴² Bilgili (Publizitätspflichten), s. 134.

sayılı SPKn m. 10 ve 32 öncesinde sorumluluk öngören kanuni bir hüküm bulunmasa da eski kanun döneminde de yatırımcının, uğradığı zararı genel hükümlere göre karşılayabileceğine şüphe yoktur. Yine de, eSPKn m. 16/A hükmünün zarar gören yatırımcının tazminat isteyebilmesine zemin oluşturan, koruyucu ve sorumluluk doğurucu bir hüküm olmadığı kanaatindeyiz.

Özel haller gereği kamuyu aydınlatmaya ilişkin yapılması gereken açıklamaların temel kanuni dayanağı, güncel mevzuatta SPKn m. 15'tir ve bu madde uyarınca sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler ihraççı veya ilgili taraflarca kamuya açıklanmalıdır. Sermaye piyasası mevzuatında kamunun aydınlatılmasına yönelik kurallar genel olarak Özel Durumlar Tebliğinde⁶⁴³ bulunsa da bu tebliğden bağımsız olarak gerçekleştiği takdirde kamuya açıklanması gereken bazı durumlar bulunabilir. Örneğin II-23.1 sayılı Tebliğ⁶⁴⁴ m. 5/3 uyarınca önemli nitelikteki işlemlere ilişkin yönetim kurulunun gerekçeli kararının bağımsız yönetim kurulu üyelerinin kullandıkları oylar belirtilerek kamuya açıklanması zorunludur. Bağımsız yönetim kurulu üyesinin olumlu oyundan ziyade kullandığı olumsuz oyun gerekçesinin yatırım kararları üzerindeki etkisi büyük olabilir.⁶⁴⁵

Özel durum açıklamalarına ilişkin SPKn m. 15, SPKr'na düzenleme yetkisi vermektedir ve SPKr buna dayanarak payları işlem gören ortaklıklar ile payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için iki ayrı tebliğ çıkarmıştır. Payları borsada işlem

⁶⁴³ Seri: II, No: 15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği, 23/1/2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁶⁴⁴ Seri: II, No: 23/1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği, 24/12/2013 tarihli ve 28861 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁶⁴⁵ Ancak bağımsız yönetim kurulu üyesinin bağımsızlığından ziyade yetkinliğinin yatırım kararlarını etkileme açısından daha önemli olduğuna ilişkin bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 228-229.

görmeyen ortaklıklar, II-15.2 sayılı Tebliğ⁶⁴⁶ m. 5'te belirlenen özel durumlarını, II-15.2 sayılı Tebliğ m. 7 uyarınca bu durumun ortaya çıkmasını izleyen beş gün içerisinde kamuya açıklamak zorundadırlar. Maddeye göre, bu tür ortaklıklar, oy haklarının belirli oranları aşması veya bu oranların altına düşmesi, ortaklığın fiili faaliyet konusunda bir değişikliğin meydana gelmesi, ortaklığın herhangi bir davaya veya takibe taraf olması, ortaklığın varlıklarının önemli ölçüde azalması veya devredilmesi, sermayede meydana gelen önemli değişiklikler vb. durumlarda kamuya açıklama yapmak zorundadır. Kamuya yapılacak açıklamaların II-15.2 sayılı Tebliğ m. 6 ve 7 uyarınca bu tebliğe uygun şekilde yapılması zorunludur.

Payları borsada işlem gören ortaklıkların özel durum açıklamaları ile pay dışındaki diğer sermaye piyasası araçlarını yurtiçinde halka arz eden, ancak payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların özel durum açıklamaları, Kurulca ilgili izahnamelerinin onaylanmasından bu araçları itfa edinceye kadar; ve son olarak tedavülde bir sermaye piyasası aracı bulunmayan ortaklıkların özel durum açıklamaları izahnamelerinin geçerlilik süresi boyunca Özel Durumlar Tebliği'ne tabidir. Bu doğrultuda aşağıda ayrıntılı bir şekilde Özel Durumlar Tebliği'ne tabi ortaklıkların yapacağı özel durum açıklamaları incelenecektir, ancak öncesinde bu Tebliğ kapsamında olup da özel durum sayılmayan hallerin açıklanmasında fayda bulunmaktadır.

Tebliğ hükümleri uyarınca özel durum olarak kabul edilmese dahi gerçekleştiğinde gecikmeksizin kamuyu aydınlatma yükümlülüğü doğuran iki durum bulunmaktadır. Öncelikle, daha önce kamuya açıklandığı halde tamamlanmamış hususların bulunması durumunda Özel Durumlar Tebliği m. 23/7 uyarınca altmış günlük

⁶⁴⁶ Seri: II, No: 15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği, 23/1/2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

dönemler halinde kamuya açıklama yapılması zorunlu tutulmuştur. Yapılacak bu açıklamada belirsizliğin devam ettiği ve söz konusu sürecin en son hangi durumda olduğuna ilişkin bilgi verilmesi gereklidir. İkinci olarak ise Özel Durumlar Tebliği m. 24/6 uyarınca sermaye piyasası aracı, yurtdışındaki borsalarda işlem gören ortaklıklar, yabancı borsalarda açıkladıkları bilgiyi başka bir hüküm uyarınca gerekme bile kamuya açıklamakla yükümlüdürler. Özel Durumlar Tebliği m. 24/7 uyarınca bu durumlarda yapılacak açıklamanın bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak yapılması zorunludur.

bb. Özel Durumlar Tebliği Uyarınca Yapılması Gereken Özel Durum Açıklamaları

aaa. Türleri

aaaa. İçsel Bilgi

aaaaa. Tanım

Bir ortaklık içerisinde, buldukları konum gereği bazı kişiler, esaslı bir bilgiyi kamuya açıklanmadan önce kendilerine bir menfaat sağlamak için kullanabilirler. Kamuya açıklanmayan önemli nitelikteki bilginin oluşmasını müteakip bu bilgiye yöneticiler, denetçiler, hakim ortaklar gibi belirli kişilerin erişimi olacaktır. Bu tür bir bilginin varlığı dahi bilgi dengesizliğinin oluşmasına sebebiyet vermekte ve hatta bu tür bilginin kamuya açıklanmadan önce kanunda öngörülen diğer şartları da taşıması halinde kullanımı sonucu menfaat elde edilmesi suç kabul edilmektedir.⁶⁴⁷

⁶⁴⁷ Bilgi suistimalinin suç kabul edilmesinin temelinde yatan nedenler incelendiğinde özellikle ekonomik açıdan getirilen açıklamalar bu hukuki düzenlemenin oldukça gerekli olduğunu ortaya koymaktadır, Manavgat, Ç.: *Türk Hukukunda 'İçerden Öğrenen' Kavramı*, BATİDER 1998, C. XIX, S. 4, s. 177. Örneğin, büyük bir ortaklığın başka bir ortaklığı devralmasına ilişkin içsel bilgiye bir şekilde ulaşan

SPKn m. 106/1 uyarınca “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” işlem yapmak suretiyle menfaat temin eden kimseler, yani içerden öğrenenler, bilgi suistimali suçunu işlemiş kabul edilirler. SPKn m. 15’te düzenlenen özel durumların kamuya açıklanması kuralı ise bu suçun oluşumuna fırsat vermeden esaslı nitelikte bilginin doğru, tam ve eksiksiz bir şekilde ve aynı zamanda tüm ilgililere eşit olarak açıklanmasını ve piyasanın etkin bir şekilde işleyişini sağlamaktadır. Bu açıklamanın esas ve usulleri de SPKn m. 15’e dayanılarak çıkarılan Özel Durumlar Tebliğinde düzenlenmiştir.

İçsel bilgi, Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/e’ye göre açıklandığı takdirde bir sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını veya yatırımcının yatırım kararı etkileyebilecek ve henüz kamuya açıklanmamış esaslı bilgi, olay veya gelişmelerdir. Makul bir yatırımcının, herhangi bir bilginin sermaye piyasası aracının fiyatını etkileyebilecek kadar önemli olduğunu düşünmesi de, o bilginin içsel bilgi olduğuna işaret edebilir.⁶⁴⁸ SPK Rehberine⁶⁴⁹ göre (a) somut bir olaya ilişkin, (b) makul bir yatırımcının yatırım kararı alırken önemli kabul edebileceği, (c) kamuya açıklanmamış durumlarla ilgili, (d) bu bilgiyi kullanan kişiye diğerlerine nazaran bir avantaj sağlayabilecek olan, (e) kamuya açıklandığı zaman sermaye piyasası aracının değerinde, fiyatında veya

bir kimse, bu bilgiyi kullanarak devranılacak ortaklık paylarını satın alabilir. Bu şekilde söz konusu yatırımcının büyük bir kar edeceği ve makro ölçekte bu içsel bilgiye sahip olmayan yatırımcılardan, bilgiye sahip olan yatırımcılara bu şekilde bir servet transferinin olacağı, bir gerçektir. Görüldüğü üzere, ekonomik açıdan da bilgi suistimalinin önlenmesine ilişkin hukuki düzenlemeler oldukça gereklidir. Söz konusu örnek ve ayrıntılı bilgi için bkz. Cooter, R./ Ulen, T.: Law and Economics, 6. Edition, Addison-Wesley, 2011, s. 126.

⁶⁴⁸ İhtiyar, s. 188; Turanboy, A.: İnsider Muameleleri, BTHAE, Ankara 1990, s. 48; Karacan, s. 516.

⁶⁴⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, Özel Durumlar Rehberi, s. 3-4. <<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1103>> (Erişim Tarihi: 24.10.2017).

yatırımcının yatırım kararında etkili olabilecek bilgi, olay ve gelişmeler içsel bilgidir. Dolayısıyla bir bilginin içsel bilgi olabilmesi için bazı özellikleri taşıması gerekmektedir.

İçsel bilgi oluşmasa bile kamuya özel durum açıklaması yapılmasını gerektiren iki durum Tebliğde açıklanmıştır. Buna göre ilk olarak olağandışı fiyat veya miktar hareketleri⁶⁵⁰ söz konusuysa ilgili borsanın talebi üzerine ortaklıkların açıklama yapmaları zorunludur. İkinci olarak ise iletişim kanallarında ortaklığa ilişkin çıkan haber veya söylentilerin, daha önce açıklanan bilgiden tamamen veya kısmen farklı ve içsel bilgi niteliğinde olması halinde ortaklığın açıklama yapması gerekmektedir.⁶⁵¹ Bu bilginin yer aldığı iletişim kanalının yatırımcılar açısından ne kadar ulaşılabilir olduğu veya söz konusu bilginin ne kadar ‘esaslı’ olduğu belirlenmelidir.⁶⁵² Örneğin, izlenme oranı yüksek kanallarda çıkan ve yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek haberlerin yayımlanması halinde ortaklığın açıklama yapması gerekir. ESMA’nın selefi CESR, Rehberinde, söylentilerin içsel bilgi niteliğinde olmadığını belirtmekte iken MAR’da söylentilerin de içsel bilgi niteliğinde olabileceği düzenlenmiştir; ancak hangi bilginin söylenti olduğunun belirlenmesi oldukça zordur.⁶⁵³ Ancak özellikle basın yayın organlarında çıkan, kimin tarafından söylendiği belli olmayan ve bir kesinliği bulunmayan bilgilerin söylenti niteliğinde kabul edilebileceği kanaatindeyiz.

⁶⁵⁰ Özel Durumlar Tebliği m. 8. Olağandışı fiyat hareketleri, nesnel göstergeler olan borsa endeksi veya ortaklığın bulunduğu sektör endeksiyle uyumlu olmayan fiyat değişimlerini ifade eden hareketlerdir; olağandışı miktar hareketi ise öznel göstergelerle tespit edilebilen, sermaye piyasası araçlarının ortalama günlük miktar hareketlerinden sapma gösteren durumlarda söz konusu olabilir, Manavgat (Halka Arz), s. 218.

⁶⁵¹ Özel Durumlar Tebliği m. 9.

⁶⁵² Manavgat (Halka Arz), s. 219.

⁶⁵³ Veil (European Law), s. 2002, para. 38.

bbbb. İçsel Bilginin Özellikleri

aaaaa. Niteliklerinin Belirli Olması

Bir bilginin içsel bilgi olabilmesi için öncelikle belirli bir kesinliğe ulaşmış olması yani nitelikli bir bilgi olması ve bu niteliğinin belirli olması gerekir.⁶⁵⁴ İçsel bilginin niteliklerinin belirli olması hususu, Türk mevzuatında açıkça belirtilmese de, AB hukukunda MAR m. 7’de vurgulanmıştır. Ancak yine de mevzuatımız açısından kamuya açıklanması gereken içsel bilginin niteliklerinin belirli olması veya kesin olması şarttır. Bu anlamda belirlilik, bilginin “*mevcut olan veya rasyonel bir değerlendirmeyle ortaya çıkması muhtemel olan birtakım koşulların ve olayların göstergesi olması*” veya “*söz konusu koşulların veya olayların ilgili sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararları üzerindeki etkisini değerlendirmeye yetecek kadar belirli olması*” anlamına gelmektedir.⁶⁵⁵

AB hukukunda, MAR m. 7(1)(a) hükmünde yer alan tanımda da içsel bilginin menkul kıymetlere ilişkin olan esaslı bilgi niteliği ön plana çıkmaktadır. İçsel bilgi burada kamuya henüz açıklanmamış; ancak kamuya açıklandığı takdirde menkul kıymetin fiyatı üzerinde etkili olabilecek, doğrudan veya dolaylı olarak ihraççı veya menkul kıymete ilişkin nitelikleri belirli ve esaslı bilgi olarak tanımlanmıştır. Bu tanımın dört farklı unsuru bulunmaktadır: ihraççı veya menkul kıymeti doğrudan veya dolaylı olarak ilgilendiren; henüz kamuya açıklanmamış; nitelikleri belirli (*information of a precise nature*); ve açıklandığı takdirde sermaye piyasası aracı üzerinde esaslı bir etkiye

⁶⁵⁴ Özel Durumlar Rehberi, s. 4; Keskin, s. 75; Ertugay, s. 30; Karacan, s. 515-516.

⁶⁵⁵ SPK, Özel Durumlar Rehberi, s. 4. Ayrıca bkz. Keskin, s. 75; Hacımahmutoğlu, S.: *AT Düzenlemeleri Işığında İçeriden Öğrenilen Bilgi Kavramının Değerlendirilmesi*, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz’e Armağan, Ankara 2003, s. 166.

sahip olabilecek bilgi.⁶⁵⁶ MAR m. 7(1)(a) hükmünün, kendisinden bir önceki MAD m. 1(1)'de yapılan bu içsel bilgi tanımını aynen bünyesine almasının sebebinin ise ECJ'nin bu tanımı *Geltl* davasında oldukça etkin bir şekilde kullandığının düşünülmesidir.⁶⁵⁷

Geltl davasında, *Daimler* ortaklığının CEO'su bu görevinden erken emekli olacağına ilişkin almış olduğu kararı, 27 Temmuz 2005 tarihinde Gözetim Kurulu Başkanlık Komitesi tarafından; 28 Temmuz 2005 tarihinde ise Gözetim Kurulu tarafından onaylanır ve sonrasında da borsaya ve BaFin'e bildirilerek karar yayımlanır. Söz konusu kararın kamuya duyurulmasından önce *Geltl*'in de dahil olduğu bir grup yatırımcı, paylarını satmışlardır ve ortaklığın paylarının değeri bu açıklama sonucunda ciddi oranda artış göstermiştir. Bu durumdan zarar gören yatırımcılar ise bu bilginin 18 Temmuz 2005 tarihinde kesinleştiği halde geç açıklandığı için ilgili kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine aykırılıktan dolayı ortaklık aleyhine dava açmışlardır. *Stuttgart* Bölge Mahkemesi, bir üst mahkeme olan *Stuttgart* Yüksek Bölge Mahkemesine emsal dava niteliğindeki bu davada içsel bilginin ne zaman oluştuğuna yönelik özel bir soru sormuştur. *Stuttgart* Yüksek Bölge Mahkemesi, fiyata esaslı şekilde etki edebilecek olayın, 28 Temmuz 2005 tarihinde alınan Gözetim Kurulunun kararı olduğunu belirtir. Yüksek Mahkeme, 27 Temmuz 2005 tarihinde, Başkanlık Komitesinin istifa kararını onaylaması ile Gözetim Kurulunun izin vermesi ihtimalinin yeterince açık olacağı; dolayısıyla gerçekleşmesi makul olarak beklenebilen bir bilginin varlığından söz edileceğine karar verir.⁶⁵⁸ Yüksek Mahkemenin, 27 Temmuz 2005 tarihinde içsel

⁶⁵⁶ Veil (European Law), s. 196, para. 17. AB hukukundaki içsel bilgiye ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. "MAR No. 596/2014 Dönemi" başlığı altındaki açıklamalar.

⁶⁵⁷ Veil (European Law), s. 195, para. 15.

⁶⁵⁸ OLG Stuttgart ZIP (2009), s. 962 ve 966 vd.

bilginin oluştuğuna yönelik kararı karşısında, Bölge Mahkemesi davayı BGH'ye göndermiştir.

Ortaklığın CEO'sunun erken emekli olacağı bilgisinin fiyat duyarlılığı yüksek bir içsel bilgi olduğu BGH tarafından saptanmıştır. Buna göre Gözetim Kurulunun ortaklık CEO'sunun erken emekliliğine onay vermesine ilişkin tarihe kadar (28 Temmuz 2005) geçecek sürede, Gözetim Kurulunun izin vermemesi olasılığının %50'den fazla olması halinde, beklenen izin verilip verilmemesi konusundaki bilgi, içsel bilgidir.⁶⁵⁹ Benzer olayların aktarıldığı başka bir davada, *Frankfurt* Yüksek Bölge Mahkemesi, bağımsız birkaç olayın, tam bir olaya vücut vermesinin §13(1) WpHG hükmünün lafzına aykırı olduğunu; açıklama yükümlülüğünün, bilginin bir netliğe ulaşması ve karar organının bundan haberdar edilmesiyle doğacağını vurgulamıştır.⁶⁶⁰ Tüm bu kavramları açıklığa kavuşturmak için BGH iki soru sorarak davayı ECJ'ye göndermiştir: (1) Çok aşamalı ve uzun bir sürece yayılan kararlar açısından belirli bir olgunluğa ulaşan durumlar söz konusu olursa, henüz tamamlanmamış olayın, MAD açısından kamuya açıklanması gereken nitelikli bir bilgi oluşturması mümkün müdür? (2) MAD'ın uygulanması ve yürütmesine ilişkin Yönerge m. 1(1)'deki⁶⁶¹ niteliği belirli olma

⁶⁵⁹ BGH, II ZB 9/07, 25. Februar 2008, s. 12-13, para. 25, (<<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&nr=44276&pos=0&anz=1>>, Erişim Tarihi: 02. 04.2019).

⁶⁶⁰ Geltl Davası, para. 22.

⁶⁶¹ Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation; Article 1(1): "...information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so and if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments."

kavramına ilişkin ‘gerçekleşmesi makul olarak beklenebilen’ (*may reasonably be expected*) olarak ifade edilen ölçüt nasıl yorumlanır?

İlk soruya ilişkin olarak ECJ, MAD m. 1(1)’deki ‘bilginin niteliklerinin belirli olması’nın ne tür bilgileri içerdiğinin, 2003/124/EC sayılı Uygulama Yönergesi m. 1(1)’de ifade edildiğini; Uygulama Yönergesi m. 3(1)’de bu hususta verilen örneklerin çok aşamalı ve uzun sürece yayılan kararlara ilişkin olduğunu, bu sürecin her bir ara aşamasında gerçekleşen, gerçekleşmek üzere olan veya gerçekleşecek olayların, içsel bilgiye vücut verdiğini belirtmiştir.⁶⁶² İkinci soruya ilişkin olarak ECJ, söz konusu ifadenin, belirli bir zamanda var olan etkenlerin genel bir değerlendirmesi sonucunda meydana geleceğine ilişkin gerçekçi bir bakış açısının bulunması halinde gelecekteki olaya atıfta bulunulduğunu ifade etmiştir.⁶⁶³ Bu maddeden yola çıkarak ECJ, içsel bilgi oluşumunda bir olayın meydana gelmesi için gereken olasılığın, ilgili menkul kıymetlerin fiyatlarının üzerindeki etkisine bağlı olmadığını vurgulamıştır.⁶⁶⁴ Ancak birden fazla aşamanın bulunduğu bir kararda, bir bilginin içsel bilgi kabul edilebilmesi için o bilginin nihai mahiyette olmasının gerekip gerekmediği sorusuna ilişkin ECJ bir ara durum veya olaya ilişkin bilginin, ‘gerçekleşmesi makul olarak beklenebilen’ bir bilgi olmasını yani bilginin niteliklerinin belirli olmasının aşamalarını ilgilendirdiği için nitelikli ve esaslı bilgi olabileceğine, ancak içsel bilginin oluşup oluşmadığının her olay bazında ayrıca değerlendirilmesi gerektiğine hükmetmiştir.⁶⁶⁵

⁶⁶² Geltl Davası, para. 38-40.

⁶⁶³ Geltl Davası, para. 49 ve 57.

⁶⁶⁴ Geltl Davası, para. 50.

⁶⁶⁵ Geltl Davası, para. 40.

Sadece ‘bilginin niteliklerinin belirli olması’ unsuru oldukça tartışmalı olan içsel bilgi konusunda *Geltl* davasının sonucunda bir anlayış yerleşmiş ve MAR’da çok aşamalı ve uzun bir sürece yayılan kararları ilgilendiren içsel bilginin her bir aşamasının ve sürecin tamamının içsel bilgi niteliğinde olduğu açıkça belirtilmiştir.⁶⁶⁶ MAR’daki içsel bilgi tanımında, güncel olarak var olan olgular; aşamalı süreçte her bir ara aşama ve gelecekte gerçekleşecek durum; ihraççı veya sermaye piyasası aracına ilişkin bir bağlantı; ve söylentiler, ‘bilginin niteliklerinin belirli olması’ kavramına dahil edilmiştir. Benzer şekilde FSMT, bir kimsenin detaylarını bilmese bile bir sektörde beklenen bir satıştan haberinin olmasını, nitelikli bilgi olarak değerlendirmektedir.⁶⁶⁷

bbbbbb. Kamuya Açıklanmamış Olması

Bir bilginin, içsel bilgi olarak değerlendirilebilmesi için kamuya açıklanmamış olması gerekir. İçsel bilginin tam olarak ne zaman kamuya açıklandığının belirlenmesinde ortaya farklı görüşler çıkmıştır. Birinci görüşe göre içsel bilgi, açıklamanın yapılacağı kurum veya kuruluşa iletilindiğinde kamuya açıklama yapılmış olurken diğer görüş uyarınca ilgili kurum veya kuruluş tarafından bilginin açıklandığı an, kamuya açıklanmış kabul edilir.⁶⁶⁸ Türk hukukunda bu yönde herhangi bir hüküm bulunmasa da kanaatimizce içsel bilginin, yetkili kurum ve kuruluşlara verilmesinden ziyade,⁶⁶⁹ KAP’ta yayımlanması ile kamuya açıklanmış olduğu kabul edilmelidir.⁶⁷⁰

⁶⁶⁶ MAR Recital 16.

⁶⁶⁷ The Financial Services and Markets Tribunal’s Judgement, Arif Mohammed v. FSA (2005), para. 73 et seq., (<http://taxandchancery_ut.decisions.tribunals.gov.uk/Documents/decisions/FSMTribunal/012.pdf>, Erişim Tarihi: 18.07.2018).

⁶⁶⁸ Keskin, s. 77; Hacımahmutoğlu (İçerden Öğrenilen Bilgi), s. 163.

⁶⁶⁹ Nitekim bu görüşün, bilgi suistimali suçunu önleme açısından daha etkili olduğu açıktır, Gürbüz Usluel, s. 212.

Ortaklıkların medya aracılığıyla içsel bilgilerini duyurmaları, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirdiği anlamına gelmez.

*cccccc. İhraççı veya Sermaye Piyasası Aracına
İlişkin Olması*

İçsel bilginin neyle ilgili olması gerektiği konusunda farklı yorumlar olsa da SPK Rehberi'nde ihraççı ortaklığı veya sermaye piyasası aracını doğrudan veya dolaylı olarak ilgilendiren tüm bilgilerin içsel bilgiye vücut verecek esaslı bir bilgi olduğu belirtilmiştir.⁶⁷¹ Örneğin, ihraççı ortaklıkla yapılan toplu sözleşme görüşmeleri sürecinde grev veya lokavt kararı alınması⁶⁷² halinde bu bilgi yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek nitelikte ve ihraççı ortaklığa ilişkin esaslı bir bilgidir. Şu an yürürlükte olmayan MAD'da içsel bilginin, ihraççının kendini veya menkul kıymetini doğrudan veya dolaylı olarak ilgilendiren bilgileri kapsadığını, ancak MAD m. 6 uyarınca bunlardan, ihraççının sadece doğrudan kendisini ilgilendirenleri gecikmeksizin ilan etmek zorunda olduğu belirtilmişti. Ayrıca ihraççının faaliyet alanında ortaya çıkan durumlara ilişkin bir içsel bilginin, doğrudan ihraççıyı ilgilendirdiği kabul edilmekteydi.⁶⁷³ Benzer şekilde MAR m. 7(1)(a) uyarınca ihraççıyı veya bir menkul kıymeti doğrudan veya dolaylı olarak etkileyen esaslı bilgiler içsel bilgi kabul edilmiş; ancak MAR m. 17(1) uyarınca ihraççı ortaklığın sadece doğrudan kendisini ilgilendiren içsel bilgileri gecikmeksizin kamuya duyurması zorunlu kılınmıştır.

⁶⁷⁰ Keskin, s. 77; Hacımahmutoğlu (İçeriden Öğrenilen Bilgi), s. 163; SPK, Özel Durumlar Rehberi, s. 5.

⁶⁷¹ SPK, Özel Durumlar Rehberi, s. 7.

⁶⁷² SPK, Özel Durumlar Rehberi, s. 14.

⁶⁷³ Yanlı, V.: *Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında 'İçsel Bilgi' Kavramı*, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu, İstanbul 2011, s. 265.

Türk hukukunda içsel bilginin, Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/e’de sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeler olduğu belirtilmiştir. Bu düzenlemede bilginin ‘doğrudan’ ihraççı veya sermaye piyasası aracına ilişkin olmasının aranmadığı açıktır, ancak bu tür bilgiler şüphesiz içsel bilgidir. Bu durumda bir bilginin ihraççı veya sermaye piyasası aracını dolaylı olarak ilgilendirmesi halinde içsel bilgi niteliğinde olup olmayacağı ise tartışılabilir.⁶⁷⁴ Özel Durumlar Rehberi’nde içsel bilginin sadece ortaklığın faaliyetlerini veya ortaklığa bağlı koşulları ve işlemleri değil, ihraççı veya sermaye piyasası aracı üzerinde dolaylı olarak etkili olabilecek piyasa verileri ve bilgilerini de kapsadığı belirtilmektedir.⁶⁷⁵

Yine bu tartışma bağlamında, içsel bilgi tanımının aynı kanunda benzer bir şekilde ifade edildiği SPKn m. 106’da düzenlenen bilgi suistimali suçu değerlendirilebilir. SPKn m. 106/1’de yer alan ifadede, ‘doğrudan veya dolaylı’ olarak ihraççıya veya sermaye piyasası aracı hakkındaki içsel bilgilerin bu suça vucüt verdiği belirtilmiştir. Bu hükümde bilginin doğrudan veya dolaylı olması arasında bir ayırım yapılmadığı için, ihraççı veya sermaye piyasası araçları ile ilgili içsel bilginin doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olma ölçütüne bağlanması yerine, esaslılık ölçütüne göre ele alınması yerinde olacaktır.⁶⁷⁶

⁶⁷⁴ İhraççıya ilişkin bilgiler, ortaklık bilgisi ve piyasa bilgisi olarak ikiye ayrılır, Turanboy (İnsider Muameleleri), s. 51-53. Bir içsel bilgi, ihraççının mali durumu sebebiyle ilgili sermaye piyasası aracı üzerinde etkiliyse ve ihraççı ortaklığın kendi içinden kaynaklanan bir bilgi ise ortaklık bilgisi; ortaklığın dışından kaynaklanan bir bilgi ise piyasa bilgisi olarak adlandırılır, Şenol, C.: *İçeriden Öğrenilen Bilgi ve İçeriden Öğrenen Kavramlarının Ceza Hukuku Açısından İncelenmesi*, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi 2012, C. 2, S. 2, s. 128-129.

⁶⁷⁵ Bkz. SPKı, Özel Durumlar Rehberi (2.6. *Dolaylı Olarak Etki Edebilecek Durumlar*), s. 7.

⁶⁷⁶ Benzer görüşte bkz. Şenol, s. 129.

Bu konuda tartışılması gereken başka bir husus, devletin ekonomi politikaları dolayısıyla almış olduğu kararların da sermaye piyasasında faaliyet gösteren ortaklıklar için içsel bilgi niteliği taşıyıp taşımayacağıdır.⁶⁷⁷ Özel Durumlar Rehberi'nde bu soruya yanıt verilirken, bilginin yine esaslı olması aranmıştır. Faaliyet gösterilen sektöre ilişkin vergilendirme politikasındaki değişiklikler, düzenleyici otoritelerin aldığı kararlar gibi bilgilerin de, ihraççının faaliyetleri ve finansal yapısı üzerinde önemli etki yaratabilecek ve sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya ihraççı üzerinde yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikte ise, yani esaslı bir bilgiyse içsel bilgi kabul edilir.⁶⁷⁸ Sonuç olarak içsel bilgiye yol açan işlemin kimin tarafından yapıldığı önemli olmaksızın, ihraççı veya sermaye piyasası aracına ilişkin bu bilginin, esaslı bir bilgi olması⁶⁷⁹ halinde açıklama yükümlülüğünün doğduğu kabul edilmelidir.

ççççç. Fiyata Etkili Olması

Yatırımcının yatırım kararını etkileyecek kadar esaslı nitelikte bir bilginin sermaye piyasası aracının değerini ve fiyatını da etkilemesi beklenir.⁶⁸⁰ Fiyat ve değer kavramlarının içsel bilgi tanımındaki esaslılık ölçütünü belirlemede bir arada kullanılması doktrinde eleştirilmiş olsa da⁶⁸¹ psikolojik etkenler gibi dış etkenlerin de bulunduğu bir piyasada yatırım kararı verilmesinde fiyat hala sermaye piyasası aracının

⁶⁷⁷ Doktrinde ihraççının faaliyet gösterdiği alanda devletin ithalat yasağı getireceğine veya bir düzenleme getirileceğine vb. durumlara ilişkin bilgilerin, SPKn'da bu yorumu dışlayıcı bir hüküm bulunmadığı için içsel bilgi olarak kabul edilmesi gerektiğine yönelik görüş için bkz. Şenol, s. 129-130. Ayrıca bkz. Turanboy (İnsider Muameleleri), s. 47.

⁶⁷⁸ Bkz. SPKr, Özel Durumlar Rehberi (2.6. Dolaylı Olarak Etki Edebilecek Durumlar), s. 7.

⁶⁷⁹ İçsel bilginin esaslı bir bilgi olmasına yönelik ayrıntılı bilgi için bkz. Türk Hukukunda Sorumluluğun Koşullarına İlişkin "Hukuka Aykırı Eylem" başlığı altındaki açıklamalar.

⁶⁸⁰ Manavgat (Halka Arz), s. 215; Turanboy (İnsider Muameleleri), s. 48-49. Nitekim böyle bilgilerin, ortaklık dışında ve sermaye piyasası aracının fiyatına etkili piyasa bilgileri olduğu belirtilmektedir, Keskin, s. 78-80.

⁶⁸¹ Manavgat (Halka Arz), s. 215.

değerinin en güçlü göstergesi olmaya devam etmektedir.⁶⁸² Bunun yanı sıra bir içsel bilginin sermaye piyasası aracının fiyatı üzerindeki etkisi, o bilginin esaslı nitelikte olup olmadığının en güvenilir göstergesidir.⁶⁸³ Bu kapsamda içsel bilginin esaslı bir bilgi olması, yani sermaye piyasası aracının fiyatını ve dolayısıyla yatırımcının yatırım kararını etkileyebilmesi gerekmektedir.

bbbb. Sürekli Bilgi

Sürekli bilgi Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/p uyarınca içsel bilgi tanımı dışında kalan ve bu tebliğ tarafından açıklanması zorunlu kılınan bilgi, olay ve gelişmelerdir. Ancak tebliğde belirlenen sürekli bilgilere bakıldığında bu bilgilerin süreklilik arz etmediği görülmektedir; dolayısıyla bu kavramın tercih edilmesi yanıltıcı niteliktedir.⁶⁸⁴ Sürekli bilgiler, ortaklığın sermaye ve hakimiyet yapısı ile yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, ortaklığa ilişkin genel bilgiler ve ortaklık genel kurulu toplantısına ilişkin bilgiler olarak gruplandırılabilir.⁶⁸⁵ Ortaklığa ilişkin genel bilgiler, ortaklığın merkezi, paya dayalı sermaye piyasası aracına ilişkin bilgiler, ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi, ilave bilgiler, ortaklık haklarının kullanımına ilişkin bilgiler, borçlanma araçlarına ilişkin bilgiler gibi ortaklığı tanıtıcı nitelikteki bilgilerdir.

cccc. Geleceğe Yönelik Değerlendirmelerin Açıklanması

Geleceğe yönelik değerlendirmeler, ihraççı ortaklığın mevcut finansal performansı ve hukuki durumuna dayanarak; gelecekte beklenen performansı,

⁶⁸² Yatırımcının yatırım kararını etkileyen unsurlar için bkz. Fischel, D. R.: *Efficient Capital Markets, the Crash and the Fraud on the Market Theory*, Cornell L. Rev. 1989, V. 74, s. 907-922. Sermaye piyasası aracının değerini etkileyen teoriler hakkındaki değerlendirme için bkz. Manavgat (Manipülasyon), s. 83.

⁶⁸³ Manavgat (Halka Arz), s. 215.

⁶⁸⁴ Manavgat (Halka Arz), s. 223.

⁶⁸⁵ Bu gruplandırmanın ayrıntıları için bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 225.

gelecekteki yatırım veya faaliyet planları hakkında yatırımcılara bilgi veren değerlendirmelerdir. Örneğin ihraççının yatırım yapacağı yeni bir ürünün getirisine ilişkin çeşitli beklentiler bu tür bir tahmindir.⁶⁸⁶ Geleceğe yönelik herhangi bir bilginin kamuya açıklanmasındaki tehlike, açıklandığı şekilde gerçekleşmeyen bir gelişmeden ötürü yatırımcının zarara uğraması sonucu ihraççı başta olmak üzere açıklama ile yükümlü olanların sorumlu tutulmasının gerekip gerekmediğinin belirsiz olmasıdır. Bu durum da, yatırımcıları, özellikle bazı hukuk sistemlerinde sağlam bir hukuki temele dayanmayan davalar (*opportunistic litigations*) açarak mahkemelerde şanslarını denemeye ve mümkünse zararlarını karşılamaya itebilir.⁶⁸⁷

AB hukukunda gerek MAR'da gerek Kamuyu Aydınlatma Yönergesinde gerekse de İzahname Tüzüğünde ihraççının geçmişte yaşanan bir olayın muhtemel sonuçları üzerine veya ihraççının gelecekteki muhtemel gelişimine dair görüş bildirmesi beklendiği için bu tür davaların görülme olasılığı fazlasıyla yüksektir. Ancak Birleşik Krallık'ta ihraççı ortaklığın ve yöneticilerin kast veya ağır ihmalinin (*recklessness*) yatırımcı davacı tarafından kanıtlanması öngörülerek bu tür davaların açılması büyük ölçüde engellenmiştir.⁶⁸⁸ Benzer amaçla ABD hukukunda da sorumsuzluk kaydı (*safe harbour*) geliştirilerek gerçek sonuçların, ilgili belgedekinden önemli ölçüde farklı olabileceğine ilişkin anlamlı ve dikkatli açıklamalar kamuyu aydınlatma belgelerinde yer almaktadır.⁶⁸⁹

Türk hukukundaki duruma bakılacak olursa, geleceğe yönelik değerlendirmeler; projeksiyonlar, tahminler, varsayımlar, öngörüler, planlar, beklentiler, niyetler, amaçlar

⁶⁸⁶ SPKı, Özel Durumlar Rehberi, s. 26.

⁶⁸⁷ Burn, s. 152.

⁶⁸⁸ Section 1270, Companies Act of 2006; Burn, s. 152.

⁶⁸⁹ Burn, s. 152.

veya stratejiler şeklinde olabilir.⁶⁹⁰ Her ne kadar içsel bilgi niteliğinde olmasalar da bu tür değerlendirmeler, yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek kadar önemli olmaları açısından bunların kamuya nasıl açıklanması gerektiği, Özel Durumlar Tebliği m. 10'da düzenlenmiştir. Geleceğe yönelik bu tür değerlendirmelerin, esasen kamuya açıklanması zorunlu değildir; ancak açıklanmaları halinde bu madde hükmüne uygun bir açıklamanın yapılması zorunludur.

Geleceğe yönelik değerlendirmelerin belirli bir olgunluk derecesine ulaşması halinde kamuya açıklanması gerekmektedir.⁶⁹¹ Nitekim bu değerlendirmeler, yatırım kararını etkileyebilecek kadar esaslı bilgilere ilişkin ise yönetim kurulu veya kendisine yönetim yetkisi devredilmiş yöneticilerin yazılı onayı doğrultusunda yılda en fazla dört kez kamuya açıklanabilir. Bu açıklama, özel durum açıklaması şeklinde yapılabileceği gibi, Kurulun finansal tablolara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ilan edilen faaliyet raporları veya KAP'ta açıklanması şartıyla yatırımcıların bilgilendirilmesine ilişkin sunumlar şeklinde de yapılabilir. Farklı bir yolla yapılan açıklamanın ardından vakit kaybetmeden KAP'ta da bu açıklamanın yapılması gerekmektedir. Bu değerlendirmelerin kamuya nasıl açıklanacağı hususunun, Özel Durumlar Tebliği m. 17'ye göre ihraççı tarafından hazırlanacak kamuyu bilgilendirme politikasında yer alması gerekir.

Ancak kamuya halihazırda açıklanmış bilgilere dayalı olayların geleceğe yansımalarına ilişkin değerlendirmeler, Özel Durumlar Tebliği m. 10 hükmü kapsamında

⁶⁹⁰ SPKı, Özel Durumlar Rehberi, s. 26.

⁶⁹¹ Manavgat (Teklif), s. 86.

değildir.⁶⁹² Bu şekilde kamuya açıklanan değerlendirmeler ile sonradan meydana gelen gerçekleştirmeler arasında önemli farklılıklar meydana gelirse bu durumun gecikmeksizin kamuya açıklanması gerekmektedir. Bu yeni değerlendirmeler, geleceğe yönelik önceki değerlendirmelerin kamuya duyurulduğu ortamda yapılır. Diğer bir ifadeyle, geleceğe yönelik önceki değerlendirme özel durum açıklaması ile kamuya açıklandıysa, aynı konuda yapılacak yeni değerlendirmenin de özel durum açıklaması ile kamuya duyurulması zorunludur.

bbb. Açıklamanın Yükümlülükleri

Özel durumlardan birinin ortaya çıkması halinde bu olay veya gelişme ile ortaklığa özgü koşullar dikkate alınarak açıklama yapılmasının gerekip gerekmediğine ortaklık karar vermelidir. Özel Durumlar Tebliği hükümlerine göre ihraççı, bilgiye erişme gücü bulunan pay sahibi, idari sorumluluğu bulunan kişiler ile bunlarla yakından ilişkili kişiler, öğrendikleri içsel bilgileri gecikmeksizin açıklamakla yükümlüdürler. Özel durumları açıklama yükümlülüğü Özel Durumlar Tebliği m. 5/1 uyarınca asıl olarak ve öncelikle ihraççıya⁶⁹³ aittir. Payları borsada işlem görmediği halde borçlanma aracı ihraç eden ortaklıklar da borçlanma araçları itfa edilinceye kadar Özel Durumlar Tebliği m. 2 kapsamında açıklama yükümlüsüdür. Ayrıca tedavülde sermaye piyasası aracı bulunmayan ortaklıklar da izahnamelerinin geçerlilik süresi bitene kadar özel durum açıklaması yapmak zorundadır.

⁶⁹² Manavgat (Halka Arz), s. 221.

⁶⁹³ Özel Durumlar Tebliği m. 4/ğ uyarınca ihraççı, sermaye piyasası aracı ihraç eden, ihraç etmek üzere SPK'na başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ifade etmektedir.

İhraççının yanı sıra özellikle hakim ortağın, ortaklık içerisindeki etkisi düşünülerek düzenleme yapılmıştır ve SPKn m. 106/1/b'de içsel bilgiye sahip olan pay sahipleri ve Özel Durumlar Tebliği m. 5/2 uyarınca bilgiye erişme gücünü haiz ortaklar da içsel bilgiyi açıklamakla yükümlüdürler. Ancak yükümlü ortağın açıklamayı yapması, ihraççı ortaklığın açıklama yükümlülüğüne hanel getirmeyecektir; ama önemli olan kamunun durumdan haberdar edilmesidir.⁶⁹⁴ Açıklama yükümlülüğünün buradaki gibi birden fazla kişiye ait olduğu durumlarda açıklamanın, yükümlülerden birisi veya ihraççı tarafından yapılması Özel Durumlar Tebliği m. 15 hükmü uyarınca yeterlidir. Özellikle ortaklıklar topluluğu içerisinde bir yavru ortaklığın dışında gerçekleşen bilginin, kendisini etkilemesi sonucu, o içsel bilgiyi hangi ortaklığın açıklayacağına tereddüde düşülebilir. Ancak burada ortaya çıkan ve sermaye piyasası aracının değerini ya da yatırım kararını etkileyen içsel bilgi, hakim ortaklığa ait olsa da yavru ortaklığın da bu bilgiyi kamuya açıklaması gerekmektedir.⁶⁹⁵

Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/f hükmüne göre idari sorumluluğu bulunan kişiler de içsel bilgiyi açıklama yükümlülüğü kapsamındadır. Bu kişileri, yönetim kurulu üyeleri veya üst düzey yöneticiler olarak düşünmek doğru olmayacağı gibi bu kapsamdaki yöneticiler, içsel bilgiye devamlı surette erişme imkanı bulunan ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyebilecek yönetim etkisine sahip yetkililerdir.⁶⁹⁶

Son olarak Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/g hükmünde idari sorumluluğu bulunanlarla yakından ilişkili kişiler düzenlenmiştir. Bunlar, ortaklıklar topluluğundaki

⁶⁹⁴ Manavgat (Halka Arz), s. 212.

⁶⁹⁵ Yanlı (İçsel Bilgi), s. 266.

⁶⁹⁶ Manavgat (Halka Arz), s. 212-213.

ortaklar, akrabalar, aynı evde kalanlar,⁶⁹⁷ idari sorumluluğu bulunanların yararına kurulmuş vakıflar veya bunlara hizmet edecek dernekler, bunlarla ortak ekonomik çıkarı bulunan tüzel kişilerdir. Yine idari sorumluluğu bulunanlar ile bunlarla yakından ilişkili kişilerin kontrolünde bulunan tüzel kişiler de bu grupta değerlendirilebilir.⁶⁹⁸ Özel Durumlar Tebliği m. 11 uyarınca idari sorumluluğu bulunan kişilerle bunlarla yakından ilişkili kişiler, pay ve paya dayalı araçlarla borçlanma araçları için getirilen yıllık parasal sınırları aşan tüm işlemlerini kamuya açıklama yükümlülüğü altındadırlar.

Özel Durumlar Tebliği m. 7'ye dayanarak içsel bilgiye erişimi olan kişilerle bunların görevlerinin başlangıç ve bitiş tarihlerini, bu kişilerden idari anlamda sorumlu olanları ve içsel bilginin hukuka aykırı şekilde kullanımı sonucunda uygulanabilecek yaptırımları içeren bir listenin hazırlanması gerekmektedir.⁶⁹⁹ İhraççının bu listede yer alan kişileri içsel bilginin oluştuğundan haberdar etme yükümlülüğü bulunmaktadır⁷⁰⁰ ve bu konudaki ispat yükü de kendisine aittir. Böylece bir taraftan bu kişiler içsel bilgidan haberdar olup içsel bilgiyi kullanma konusunda sorumluluk riskine karşı özenle hareket edebilecekler, diğer taraftan da içsel bilginin hukuka aykırı şekilde kullanıldığı durumlarda yetkili idari otoriteler öncelikle bu listedeki kişileri inceleyebilecektir.⁷⁰¹ Ayrıca piyasa bozucu eylemlere ilişkin MAR m. 18 uyarınca da benzer bir liste hazırlama yükümlülüğü bulunmaktadır. Buna göre listede bulunan kişiler, içsel bilginin

⁶⁹⁷ Manavgat burada, bentte sayılan 'yakından ilişkili kişiler' kavramını, aynı evi paylaşma gibi oldukça sübjektif bir ölçüye bağlamanın doğru olmadığını belirtmektedir, (Halka Arz), s. 213.

⁶⁹⁸ Tüzel kişilerin bilgi suiistimali suçunun oluşumu açısından içerden öğrenen sıfatını taşıyıp taşımayacağına ilişkin ayrıntılı bilgi ve tartışmalar için bkz. Manavgat (İçerden Öğrenen), s. 180 vd.

⁶⁹⁹ SPKı, Özel Durumlar Rehberi, s. 9.

⁷⁰⁰ İçsel bilgiye sahip olanların ya bu içsel bilgiyi açıklamaları ya da bu içsel bilgiye dayalı olarak satış yapmaktan veya bu yönde bir emir vermekten uzak durmaları gerekmektedir. Dolayısıyla Türk hukukunda açıkça vurgulanmamış olsa da bilgi suiistimali suçunun oluşumu açısından görüldüğü üzere içsel bilgiye ilişkin 'açıkla yoksa uzak dur' yaklaşımı benimsenmiştir, Karacan, s. 523.

⁷⁰¹ Manavgat (Halka Arz), s. 218.

hukuka aykırı bir şekilde açıklanması veya kullanılmasına ilişkin cezalardan ve yaptırımlardan haberdar olduklarını ve hukuki yükümlülüklerini kabul ettiklerini beyan etmek zorundadırlar.

ABD hukukunda içsel bilgilerin kamuya açıklanmasıyla yükümlü olan kişiler, Türk hukukuna nazaran daha belirgin ve oldukça sınırlı sayıdadır. ABD’de profesyonel yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri ve %10’dan daha fazla payı olan pay sahiplerinin, sahip oldukları içsel bilgi mevzuatta düzenlenmiştir ve bu kişilerin sahip oldukları payları SEC’e bildirmeleri gerekmektedir. Ayrıca sahip oldukları içsel bilgiyi, kamuya açıklanmadan önce kullanmaları dolayısıyla üçüncü kişi zarar görürse o zararı karşılamakla da yükümlü olurlar.

ccc. Açıklamanın Yapılması

Sermaye piyasası aracı ihraç eden ortaklıklar ile itfa edilene kadar sermaye piyasası araçları halka arz edilen ortaklıklar tarafından yapılacak özel durum açıklamaları, Özel Durumlar Tebliği hükümlerine tabi olmaktadır. Özel durum açıklamaları yapmakla sorumlu olan ve ortaklığı temsile veya imzaya yetkili olması şart olan kişilerin ad-soyad ve unvanları, Borsa İstanbul A.Ş. Yönetim Kuruluna bildirilir. İlgili ortaklıkların özel durum açıklamaları, Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/n uyarınca içsel bilgi ve sürekli bilginin açıklanmasını içermektedir.

Özel Durumlar Tebliği m. 24/4 uyarınca kamunun etkin bir şekilde aydınlatılması için ihraççının yönetim kurulu tarafından kamuyu bilgilendirme politikası hazırlanması gerekir. Özel Durumlar Tebliği m. 23/6 uyarınca açıklama yapılmadan önce, ihraççı tarafından sermaye piyasası aracına ilişkin işlemlerin geçici olarak

durdurulması borsadan talep edilebilir. Bu talebin bildirilmesine ilişkin usul ve esaslar ilgili borsa tarafından belirlenir ve ilan edilir.

Özel durumların açıklanmasında diğer bir sorun, özel durumun ortaya çıkışı ile bildirim yapılması arasında bir süre farkının oluşmasıdır; nitekim bu süre içerisinde bilgi suistimali yapılabilecek ve bunu engellemek için anında kamuyu aydınlatma yükümlülüğü bu noktada yetersiz kalabilecektir.⁷⁰² Dolayısıyla özel durum açıklamaları, istisnalar haricinde özel durumların meydana geldiği anda kural olarak gecikmeksizin yapılmalıdır. Özel Durumlar Tebliği m. 12 ve 22'ye tabi olan sermaye ve yönetim kontrolüne ilişkin değişikliklerin en geç bunu izleyen üçüncü iş günü saat 08:00'a kadar yapılması gerekmektedir. Diğer taraftan uzun bir sürece yayılan, çoklu aşamadan meydana gelen ve özel durum açıklaması yapılması sonucunu doğuracak iş, işlem veya görüşmelere ilişkin olarak, iş, işlem veya görüşmenin başlangıcında, kesinleşen hususlarda her aşamada ve nihai olarak da bunların sonucunda özel durum açıklamasının yapılması gerekmektedir.⁷⁰³

Özel Durumlar Tebliği m. 23/7 uyarınca ihraççının önceden kamuya yapılan açıklamalarında meydana gelen gelişmeler ve değişiklikler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulur. Özel Durumlar Tebliği m. 24/5 uyarınca ihraççılar, özel durumları kamuya açıklandıktan sonraki iş günü içerisinde KAP'ta ihraççıya ilişkin genel

⁷⁰² Hacımahmutoğlu, S.: *Market Egalitarianism ve İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Düzenlenmesi*, GSÜHFD 2002, Oğuzman'a Armağan, S. 1, s. 619. Diğer taraftan 2499 sayılı eSPKn uyarınca kanun koyucu tarafından kullanılan içerden öğrenenlerin ticareti teriminin yerine 6362 sayılı yeni SPKn'da bilgi suistimali teriminin tercih edilmesi doktrinde eleştirilmiştir. Buna göre bilgi suistimali çok daha geniş kapsamlı bir kavram olması sebebiyle her zaman içerden öğrenenlerin ticareti terimi yerine kullanılamaz. İçerden öğrenenlerin ticareti terimi, bilgi suistimali kapsamında onun özel bir türünü oluşturmaktadır, Karacan, s. 492.

⁷⁰³ Ünal (Mevzuat), s. 382. Bu tür durumlarda yapılacak açıklamalara ilişkin olarak bkz. ECJ (2nd Ch.), 28.06.2012, *Geltl* Case C-19/11, (<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=124466&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=7093880>), Erişim Tarihi: 07.03.2017).

bilgilerde belirtilen internet sitesinde ilan etmek ve söz konusu açıklamaları beş yıl süreyle bu internet sitesinde bulundurmak zorundadır. Özel durum açıklamalarının, TTK m. 1524 hükmüne göre yapılan düzenlemeler çerçevesinde ilan edildiği durumlarda, bu açıklamaları ihraççının internet sitesinde ilan etme ve saklama yükümlülüğü yerine getirilmiş sayılır.

Özel durum açıklamalarına ilişkin duyurular, kural olarak Özel Durumlar Tebliği m. 23 uyarınca bu tebliğin hükümlerine göre, ilgili formların doldurulması ile KAP'ta veya SPK'r'na bildirilmesi suretiyle Türkçe yapılır. Sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen ihraççılar ile borsada işlem görmeyen kira sertifikalarının fon kullanıcıları bakımından bu yükümlülük, açıklamaların SPK'r'na gönderilmesi suretiyle yerine getirilir. SPK'r'na gönderilecek açıklamalar SPK'r'nun sitesinde kamuya duyurulur. SPK'r, gerekli gördüğü durumlarda kendisine gönderilen açıklamaların, elektronik ortam da dahil olmak üzere basın yayın organlarında ilan edilmesini ilgili ihraççıdan, fon kullanıcılarından ve/veya ilgili taraflardan isteyebilir.

Sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen ihraççılar aynı zamanda, özel durum açıklamalarını en geç kamuya açıklama yapıldıktan sonraki beş iş günü içinde, kendilerine ait internet sitesinde ilan etmek ve söz konusu açıklamaları beş yıl süreyle bu internet sitesinde bulundurmak zorundadır. Bu ihraççıların kendilerine ait birden fazla internet sitesinin bulunması durumunda, özel durum açıklamaları, 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.

Kamuya yapılacak açıklamalar, Özel Durumlar Tebliği m. 24 uyarınca bilgiye hızlı erişimi sağlayacak ve yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmeyecek şekilde, yatırımcıların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli bir şekilde yapılır.⁷⁰⁴ Kamuya açıklama yapılırken Özel Durumlar Tebliği m. 24/1 uyarınca, mümkünse miktar veya tutara dayalı açıklama yapılmalı; yanlış, yanıltıcı, eksik, abartılı veya temelsiz bilgiler kamuya sunulmamalıdır. Yapılacak açıklamada; açıklamanın Özel Durumlar Tebliğinde 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.

Henüz kesinleşmemiş bir olay veya koşul nedeniyle hala belirsiz olan özel durumlar, bu belirsizlik belirtilmek suretiyle kamuya açıklanır. Bu açıklamada belirsizliklerin çözüme kavuşması için öngörülen tarih ve gereken koşullara da yer verilir. Öngörülen tarihte belirsizliklerin çözüme kavuşup kavuşmadığı hakkında kamuya açıklama yapılır. Bu 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. Özel durum açıklamalarının, Özel Durumlar Tebliğinde aksi belirtilmedikçe gecikmeksizin yapılması esastır.

⁷⁰⁴ Yapılacak açıklamaların uzman değil; sermaye piyasasının temel kavram ve terimlerini bilen sıradan ve orta düzey bir yatırımcıya yönelik olarak hazırlanması gerekmektedir. Açıklamaların niteliğine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. “Kamuya Yapılacak Açıklamaların Niteliği” başlığı altındaki açıklamalar. Açıklamaların yöneleceği ve koruma kapsamındaki yatırımcı tipi için bkz. aşağı. “Türk Hukukunda Korunan Yatırımcı Tipi” başlığı altındaki açıklamalar.

Sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ihraççılar, Özel Durumlar Tebliği m. 24/5 uyarınca 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. Ortaklığın internet sitesi bu maddeye göre KAP'ta ihraççının genel bilgilerinde yer alan site iken, TTK m. 1524'te ortaklığın tescil ettiği internet sitesidir.⁷⁰⁵ Özel durum açıklamalarının, TTK m. 1524 uyarınca yapılan düzenlemeler çerçevesinde ilan edildiği durumlarda, bu açıklamaları ihraççının internet sitesinde ilan etme ve saklama yükümlülüğü yerine getirilmiş sayılır.

Sürekli bilgilerin açıklanması ise, Özel Durumlar Tebliğinin ekindeki formlar kullanılarak ve hangi maddeye göre açıklama yapıldığı açıkça belirtilerek yapılır. Sürekli bilgiler, işlemin taraflarınca açıklanmak zorundadır. Özel Durumlar Tebliği m. 16 uyarınca sürekli bilgi niteliğindeki ortaklığa ilişkin genel bilgiler, KAP'taki Ortaklık Genel Bilgi Formu ile açıklanır ve buna ilişkin yapılan açıklamalarda meydana gelen değişikliklerin iki iş günü içerisinde yapılması gerekmektedir. Ortaklığın genel kurul toplantılarına ilişkin bilgilerin de Özel Durumlar Tebliği m. 18 uyarınca KAP'ta açıklanması gerekmektedir.

Bir diğer grup olarak sermaye yapısı ve yönetim kontrolü ve oy haklarının nasıl hesaplanacağı da tebliğin ilgili maddelerinde gösterilmiştir. Özel Durumlar Tebliği m. 12/1 uyarınca borsa ortaklıklarındaki pay veya oy hakları sahipliğinde belirli sınırların

⁷⁰⁵ Manavgat (Halka Arz), s. 226. Ancak burada söz konusu iki internet sitesinin farklı olması halinde, Özel Durumlar Tebliği m. 24/5'te istisna oluşturulduğu için, KAP'ta yayımlanan adresten farklı bir adresin sicilde tescil edilmesi sonucu sicilde yer alan adreste açıklama yapılmasının, yükümlülüğün yerine getirilmesi açısından yeterli olacağına yönelik bkz. Keskin, s. 85.

aşılması veya altına düşülmesi halinde, bu durumun ve bunun sebeplerinin kamuya açıklanması zorunlu kılınmıştır. Bu açıklama belirlenen eşiklere ulaşan pay veya oy hakkı sahibi tarafından ve yatırım fonları için fon kurucusu tarafından yapılmalıdır. Ancak oydan yoksunluk ve donma hallerinde de oyların hesaplamaya katılmasına ilişkin Özel Durumlar Tebliği m. 12/3 hükmü, yoksun kalınan veya donan oyların kullanılmaması sonucu oy gücünün azalmasına rağmen hesaplanması sebebiyle eleştiriye açıktır.⁷⁰⁶ Sermaye yapısı ve yönetim kontrolüne ilişkin yapılacak açıklamalar, Özel Durumlar Tebliğinin ekindeki ilgili form kullanılarak en geç işlemin gerçekleşmesini izleyen üçüncü iş günü saat 09.00'a kadar yapılır.

Özel durum açıklamalarının yapılması yükümlülüğü, AB hukukunda Kamuyu Aydınlatma Yönergesinde, sermaye paylarının veya oy haklarının belirli eşikleri aşması halinde yapılacak açıklama ve sermaye piyasası araçları organize piyasalarda işlem gören ihraççıların yapacakları açıklama dolayısıyla kamunun aydınlatılması olarak ikiye ayrılmıştır. Sermaye paylarının veya buna bağlı oy haklarının belirli eşikleri geçmesi durumunda Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 9, 10 ve 12 uyarınca, belirli sermaye piyasası aracı yoluyla bu hakka sahip bile olsalar, sermaye veya hak sahiplerinin ihraççıya en geç dört işgünü içerisinde haber vermesi gerekmektedir. Payları organize piyasalarda işlem gören ihraççıların, genel kurul toplantıları veya bazı bilgilere elektronik ortamda nasıl erişilebileceği gibi kamuya açıklaması gereken genel bilgiler, Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 17'de düzenlenmiştir. Borçlanma araçları organize piyasalarda işlem gören ihraççıların kamuya açıklaması gereken benzer genel bilgiler ise Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 18'de düzenlenmiştir.

⁷⁰⁶ Manavgat (Halka Arz), s. 223.

ççç. Açıklamaların Ertelenmesi

aaaa. Şartları

aaaaa. Haklı Bir Sebebin Varlığı

Özel Durumlar Tebliği m. 6'ya göre içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesi belirli şartlar altında mümkün olabilmektedir. İçsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesi halinde, yapılması gerekenler Özel Durumlar Tebliği m. 6/4'te gösterilmiştir. Ertelenen bilgi, erteleme ortaklığın meşru çıkarlarının korunması üzerindeki etkisi, yatırımcıların bu erteleme dolayısıyla yanıltılması riskinin oluşmadığı ve erteleme süresince bu bilginin gizliliğinin korunması için ne gibi tedbirler alındığı yönetim kurulu kararına veya yönetim kurulu tarafından yetki verilmiş ise yetki verilen kişinin yazılı onayına bağlanır.⁷⁰⁷ Aynı prosedür, ertelenen içsel bilginin imtiyazlı pay sahipleri tarafından öğrenildiğinin ve bu pay sahiplerinin de Özel Durumlar Tebliği m. 6/5 hükmünün kendilerine tanıdığı içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesi seçeneğinden yararlandıklarının ihraççı ortaklığa bildirilmesi halinde de izlenir.

SPKı, Özel Durumlar Tebliği m. 6/2 uyarınca gerekli gördüğü takdirde, erteleme sebeplerinin yerinde olup olmadığını incelemeye yetkilidir. Bunun dışında ortaklık üzerinde SPKı'nun, eSPKn m. 47/3 ve 47/A hükümlerindeki cezai yaptırımını kullanarak denetimi söz konusu olabilir ya da eSPKn m. 47/A veya genel hükümler uyarınca tazminat davası yoluyla ortaklığa hukuki yaptırım uygulanması yoluna gidilebilir.⁷⁰⁸ Kamuya açıklanması ertelenen bilgilerin açıklandığı zamanda artık sermaye piyasası aracının değerini etkilemeyecek bir bilgi niteliğine dönüşmesi söz konusu olabilmektedir. Bu

⁷⁰⁷ SPKı, Özel Durumlar Rehberi, s. 18.

⁷⁰⁸ Yanlı (İçsel Bilgi), s. 313-314.

durumda bu bilginin açıklanmasının hala gerekli olup olmadığına ancak somut olaya göre karar verilmesinin uygun olacağı doktrinde ileri sürülmüştür.⁷⁰⁹

Burada ertelemenin ihraççı ortaklık açısından nesnel olarak haklı bir sebebinin bulunması gerekir⁷¹⁰ ki Tebliğe göre de sadece ortaklığın meşru çıkarlarının zarar görmemesi için açıklamanın ertelenmesi söz konusu olabilir. Bu durumda ortaklığın, içsel bilgiyi açıklamamakta daha çok çıkarının olması gerekmektedir. Örneğin ortaklık, bir sözleşme görüşmesinin olumlu sonuçlanacağını düşünüyor olmasına rağmen sonuç belirsizse bu durumda görüşmelerin yapıldığının kamuya açıklanması, görüşmeler anlaşma ile sonuçlanmadıysa, ortaklığın çıkarlarını zedeleyebilir. Dolayısıyla bu durumu belirlemek somut olaya göre değişecek olsa da ortada en azından bir niyet mektubu (*letter of intent*) veya niyet anlaşmasının (*memorandum of understanding*) varlığı, veya ayrıntılı ve özenli bir incelemenin (*due diligence*) yapılmış olması kamuya açıklanacak derecede belirgin bir bilginin varlığına işaret edebilecektir.⁷¹¹ Doktrinde verilen diğer bir örneğe göre ortaklığın, yapılan sözleşmelerin geçerlilik şartı olarak başka bir organın onayının alınması gerekmesine rağmen bu onayın henüz alınmamış olması durumunda bu bilginin açıklanması, ortaklığın meşru çıkarlarının zarar görmesi anlamına gelebilir.⁷¹²

bbbb. Kamunun Yanıtılmaması

İçsel veya sürekli bilgilerin kamuya açıklanmasının ertelenmesi için gerekli diğer bir şart da kamunun bu suretle yanıtılmamasıdır. Bu koşul, ortaklığın erteleme süresi boyunca çelişen açıklamalarda bulunmaması yükümlülüğünü de kapsamaktadır. Diğer

⁷⁰⁹ Yanlı (İçsel Bilgi), s. 270-271; Keskin ise içsel bilgi değerini yitirmiş bir bilginin açıklanmasının gerekmediğini düşünmektedir, s. 107.

⁷¹⁰ Manavgat (Halka Arz), s. 217.

⁷¹¹ Yanlı (İçsel Bilgi), s. 267; Keskin, s. 104.

⁷¹² Yanlı (İçsel Bilgi), s. 267; ayrıca bkz. SPK, Özel Durumlar Rehberi, s. 19.

tarafından açıklanması ertelenen içsel bilgiyi, piyasa koşulları gibi dışsal etkenler sonucu kamuya açıklamak gerekebilir. Örneğin açıklanması ertelenen içsel bilgi, bir başka gerçek veya tüzel kişi ya da kurum tarafından kamuya duyurulursa, bu durumda ihraççının da kamuya açıklamada bulunması gerekir. Ancak açıklanması ertelenen içsel bilgiye konu olan olayın gerçekleşmemesi durumunda açıklama yapılmayabilir. Örneğin kamuya açıklanması ertelenen ve içsel bilgi niteliğindeki bir ithalat anlaşmasına konu malın ithalinin, sonradan resmi otoritelerce yasaklanması sebebiyle bu anlaşma artık ifa edilemeyecek ise, açıklamanın yapılması gerekmemektedir.⁷¹³

İçsel bilginin açıklanmasının ertelenmesine sebep olan durumların ortadan kalkması sonucunda olumlu ve olumsuz tüm bilgilerin kural olarak kamuya açıklanması gerekmektedir. Ertelenen bilgi, olumsuz bir bilgi ise ve bu niteliğine ters olumlu bir durum meydana geldiyse, her iki bilgi arasında bir denkleştirme yapılması suretiyle, olumsuz bilginin açıklanmasından vazgeçilmesi söz konusu değildir; her iki bilgi de kamuya açıklanmalı ve hangi bilgiye nasıl tepki verileceği piyasa katılımcılarına bırakılmalıdır.⁷¹⁴ Ayrıca içsel bilginin açıklanması ortaklığın meşru menfaatlerine zarar verecek ama açıklanmaması da kamunun yanıltılmasına sebep olacaksa, bu durumda ayrıntıya girmeden genel bir açıklamanın yapılması tercih edilmelidir.⁷¹⁵

⁷¹³ Verilen örnek Manavgat'tan uyarlanmıştır, ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 217.

⁷¹⁴ Söz konusu durum sebebiyle, Wolfson Microelectronics ortaklığına FSA, para cezası kesmiştir. Wolfson ortaklığı, 2008 yılında üretimine talebin azalması sonucu meydana gelen %8'lik bir kayıp ile sonrasında farklı ürünlerine olan talebin artmasının ardından aynı oranda sağladığı kazancını denkleştirmek istemiştir. 2008 yılına ait piyasa gelir beklentilerini bu şekilde karşıladıkları için herhangi bir açıklama yükümlülüğüne sahip olmadığını düşünen ortaklığa FSA bu durumu tespit ettiği için para cezası vermiştir, bkz. FSA, Final Notice to Wolfson Microelectronics, plc. 19 January 2009, s. 2 ve 4; Koch, s. 362, para. 49-50.

⁷¹⁵ Keskin, s. 105.

Kamuya açıklanmayan bilgi dolayısıyla sermaye piyasası aracının fiyat veya miktarında olağandışı dalgalanmaların olması ve Özel Durumlar Tebliği m. 6/3/c uyarınca gizliliğinin sağlanamaması halinde açıklanması ertelenen içsel bilginin kamuya açıklanması gerekmektedir. Diğer taraftan kamuya açıklanmış bilgiler kullanılarak yapılan haber, yorum veya analizler söz konusu olduğunda Özel Durumlar Tebliği m. 9/3'e göre ortaklık açıklama yapmak zorunda değildir; sessiz kalabilir.⁷¹⁶ Ancak bu şekilde yapılan haber, yorum ve analizler sonucunda açıklanması ertelenen bilgiye ilişkin bir durum tespit edildiyse, Özel Durumlar Tebliği m. 9/2'ye göre artık ortaklığın açıklama yapması, yatırımcının yanıltılmaması adına gereklidir. Özellikle bir kişinin fazladan bir bilgiye sahip olduğu anlaşılıyor ise, gizli tutulan bilgi olumsuz bir bilgi dahi olsa bu durumda açıklama yapmamak, olumsuz bilginin açıklanmasından daha çok zarar vereceği için bu bilgi mantıken de açıklanmalıdır.⁷¹⁷

cccc. Bilginin Gizliliğinin Sağlanması

Özel durumların kamuya açıklanmasının ertelenmesinin son şartı da açıklanmayan bilgilerin gizli tutulmasının sağlanabilmesidir. Ortaklık yönetim kurulu, açıklanması gereken, ancak açıklanması ertelenen bilgileri, erteleme süresi boyunca gizli tutmak ve bu bilgilere erişimi kontrol etmek zorundadır. Dolayısıyla Özel Durumlar Tebliği m. 6/3 uyarınca üçüncü kişilerin bu bilgilere erişimini engellemek veya gizliliği sağlayamıyorsa içsel bilgiyi kamuya açıklamak zorundadır.

Kural olarak, erteleme sebebi ortadan kalktığında içsel bilginin ve erteleme nedeninin hemen kamuya açıklanması gerekmektedir. Bu kapsamda yaptıkları görevler

⁷¹⁶ Yanlı (İçsel Bilgi), s. 269.

⁷¹⁷ Veil (European Law), s. 271.

dolayısıyla bilgiyi öğrenmeleri gereken kişilere bu bilgilerin açıklanması sorun oluşturmasa da artık bu kişiler de dahil olmak üzere bilgiye sahip herkesin bilgiyi saklaması gerekir. Eğer bu bilgiyi saklamakta sorun çıkıyorsa, Özel Durumlar Tebliği m. 6/2'ye göre bilginin artık kamuya açıklanması gerekmektedir.⁷¹⁸ Örneğin Özel Durumlar Tebliği m. 5/3 uyarınca işin veya görevin ifası sebebiyle üçüncü kişilere açıklama yapılması halinde bundan ihraççının yönetim kurulunun haberdar olduğu anda ihraççının kamuya açıklama yapma yükümlülüğü doğmaktadır. Hükümdeki bu durum sadece içsel bilginin doğduğu anda kamuya açıklanmasının ertelenmesine karar verildiği, ancak üçüncü kişilere bu bilginin daha sonra açıklandığı hallerde ortaya çıkabilecektir.

Bilginin gizliliğinin sağlanabilmesi için ayrıca geliştirilen ve hukukumuzda da kullanılabilir olan başka bir kurum da bilgi izolasyonudur (*Chinese Wall*). Bu kavram, anonim ortaklıklara özellikle birden fazla alanda hizmet sağlayan ortaklıkların farklı birimleri arasındaki bilgi alışverişinin kısıtlanması ve bazı bilgilerin sadece bilginin öğrenildiği birimde kalmasının sağlanması amacıyla geliştirilmiştir. Örneğin bir sermaye piyasası kurumunda danışmanlık hizmeti veren birimin müşterisi olan bir ortaklığın, başka bir ortaklığı devralacağını söylemesi halinde, içsel bilgi niteliğinde olan bu bilginin ilgili kurumun içerisinde sermaye piyasası işlemlerine ilişkin birimine iletilmesi söz konusu olabilir. Bu durumda sermaye piyasası işlemlerine bakan birim, kendi müşterilerine özellikle sözleşmeden doğan sadakat yükümlülüğü kapsamında devralınması planlanan ortaklığın hisselerini almalarını önerebilir. Bilgi izolasyonu kavramı da aynı kuruluş

⁷¹⁸ Yanlı (İçsel Bilgi), s. 270.

içerisindeki bilinmesi gerekenin dışındaki (*need-to-know basis*) bu bilgi akışını engellemek ve içsel bilgi niteliğindeki bu bilgileri korumak amacıyla getirilmiştir.⁷¹⁹

İlk olarak ABD’de görülen bir davada⁷²⁰ ortaya çıkan bu kavram zamanla bilgi suistimali suçunun işlenmesinde sorumluların, bu durumu savunma olarak getirmelerine sebep olmuş, ancak mahkemeler bu savunmayı kabul etmemiştir.⁷²¹ ABD hukukunda her ne kadar bilgi izolasyonu uygulaması doğru bulunmuş olsa da yine de sermaye piyasası kuruluşlarının müşterileri ile yaptıkları sözleşmeler çerçevesinde sadakat yükümlülüklerinin olduğu ve bu kapsamda müşterilerinin menfaatlerini zarara uğratmamaları gerektiği savunulmuştur.⁷²² Burada her iki hukuki menfaatin çeliştiği görülmektedir.⁷²³ Ancak örnekteki ilk ilişkide bir içsel bilginin verilmesinde, sözleşmeleri bağlamında müşterinin bilgiyi verdiği birimin, sadakat yükümlüğünün bulunması veya en azından müşterisinin bu bilgisini korumak yönünde bir yükümlülüğünün olması; aksi halde ilgili birimin içsel bilgiyi diğer müşterilerine açıklamakla yükümlü olması gerekmektedir.⁷²⁴

⁷¹⁹ Poser, N. S.: *Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U. S. and the U. K.*, Michigan Journal of Int. L. 1988, V. 9, N. 1, s. 106; Steinberg, M. I.: *Understanding Securities Law*, 5. Edition, Lexis-Nexis, 2009, s. 401; Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., [1967-69], Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 77, (1968), (Exhibit A), s. 629.

⁷²⁰ SEC tarafından açılan bu dava için bkz. *In re Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 43 S.E.C. 933 (1968).

⁷²¹ Örneğin bkz. U. S. Court of Appeals, *Slade v. Shearson, Hammill Co., Inc.*, 517 F.2d 398 (2d Cir. 1974), (<<https://casetext.com/case/slade-v-shearson-hammill-co-inc>>, Erişim Tarihi: 19.05.2019).

⁷²² *Merrill Lynch, Pierce, Fenner Smith, Inc.* [1967-69], Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 77, s. 629 (1968); Gürbüz Usluel, s. 217.

⁷²³ Bu çelişkinin iki temel ilkeye dayalı olarak SEC tarafından açıkça ortaya koyulduğu (“...*two important principles, first that persons who have been given material undisclosed information may not take advantage of it in the market, and, second, that brokers must treat their customers fairly, apparently looks favorably upon the erection of a proper "Chinese wall"...*”) dava için bkz. *Slade Davası*, s. 403.

⁷²⁴ U. S. Court of Appeals, *Moss v. Morgan Stanley Inc.*, 719 F.2d 5 (2d Cir. 1983), s. 15, (<<https://casetext.com/case/moss-v-morgan-stanley-inc-2>>, Erişim Tarihi: 09.12.2018).

Bilgi izolasyonu uygulaması, etkin bir şekilde ihtiyaçlara cevap vermediği için başka önlemlerin de alınması gerekmiş,⁷²⁵ dolayısıyla SEC tarafından bilgi izolasyonu uygulamasının yanı sıra ‘sınırlı liste (*restricted list*)’ uygulaması yoluyla bir çözüm önerisi getirilmiştir.⁷²⁶ Buna göre bir sermaye piyasası kuruluşunda, birimlerden herhangi biri tarafından içsel bilgiye sahip olunan sermaye piyasası araçlarına ilişkin liste tutulacak ve hiçbir birim, bu listede yer alan sermaye piyasası araçlarına ilişkin müşterilerine herhangi bir danışmanlık hizmeti veremeyecektir. Görüldüğü üzere içsel bilgiyi herhangi bir şekilde öğrenenler, bu bilgiyi açıklayamazlar ve bu yönde çeşitli tedbirlerin alınması gerekir. Bu doğrultuda, sözleşme ilişkisi içerisinde, bir yatırım kuruluşu müşterilerinin zarar görmesi halinde onların zararlarını tazmin etmek zorundadır.⁷²⁷

cc. Pay Alım Tekliflerinde Hazırlanan Bilgi Formu

Ülkemizde ilk kez 2499 sayılı eSPKn m. 16/A uyarınca özel durumlara ilişkin özellikle küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasının sağlanması amacıyla SPKr’na düzenleme yetkisi verilmişti. Bu yetki, “*halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplama girişiminde*” bulunulması hali için IV-8 sayılı

⁷²⁵ Bu uygulamanın, bir ortaklığın tamamen kendi iradesine bağlı olması; elde edilen içsel bilginin bir şekilde kullanılarak menfaat elde etmenin oldukça cazip görünmesi; başarılı sonuçlar elde edilmesinin çalışanların ahlaki değerlerine bağlı olması gibi oldukça sübjektif olması; içsel bilginin bilgi izolasyonunun uygulandığı bir kurum içerisinde kullanılması halinde, bunun tespitine yönelik bir mekanizmanın getirilememesi, bilgi izolasyonu kavramının etkinliğini çok ciddi ölçüde azaltmaktadır. Dolayısıyla bilgi izolasyonunun yanında başka önlemlerin de alınması gereklidir. Avcı, B./ Schipani, S. A./ Seyhun, H. N.: *Eliminating Conflicts of Interests in Banks: The Significance of Volcker Rule*, Yale Journal on Regulation 2018, V. 35, N. 2, s. 362-363. Bu yönde ayrıca bkz. Lipton, M./ Mazur, R. B.: *The Chinese Wall Solutions to the Conflict Problems of Securities Firms*, New York Uni. L. Rev. 1975, V. 50, N. 3, s. 494. Bilgi izolasyonu uygulamasının etkinliğini azaltan etkenlere ilişkin ayrıntılı inceleme için bkz. Poser, s. 127 vd.

⁷²⁶ Poser, s. 108; Slade Davası, s. 403;

⁷²⁷ Gürbüz Usluel, s. 218-219.

Tebliğ⁷²⁸ çıkarılarak kullanılmıştır. Yeni kanun döneminde ise 6362 sayılı SPKn m. 25 ve 26'da 'pay alım teklifi' terimi kullanılmasına rağmen,⁷²⁹ kanunda herhangi bir tanım verilmemiştir. Ancak SPKn m. 25/1 hükmüne dayanarak çıkarılan Pay Alım Teklifi Tebliği m. 4/1/k'da⁷³⁰ pay alım teklifi '*[b]ir 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 teklifi*' şeklinde ifade edilmiştir. Pay Alım Tekliflerine İlişkin Yönerge m. 2(1)(a)⁷³¹ ile AB hukukunda da benzer bir tanım yapılmıştır.

Bir anonim ortaklıktaki yönetim kontrolünün ele geçirilmesi amacıyla çeşitli şekillerde ortaklığın paylarının toplanması mümkündür. Bu yollardan iki tanesi mevzuatta düzenlenmiştir: Ciddi oranda payın piyasadan satın alınarak toplanması ve hedef ortaklıktaki pay sahiplerine yönelik olarak alım teklifinin yapılması. Bir ortaklık yönetiminin ele geçirilmesi söz konusuysa, kamunun yeterince aydınlatılmaması halinde kişinin, elindeki payı düşük fiyattan veya piyasa fiyatından satması söz konusu olabilecektir. Diğer taraftan rakip tekliflerin de ortaya çıkabilmesi, güçlü bir kamuyu

⁷²⁸ Seri: IV, No: 8 asyılı Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği, 09.03.1994 tarihli ve 21872 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷²⁹ Çetin/ Töremiş/ Cantimur'un ifade ettiği üzere, bir hedef ortaklığın yönetimini ele geçirmek amacıyla yapılacak çağrıyı ifade etmek için IV-8 sayılı Tebliğde tercih edilen terim, 'çağrı yoluyla hisse senedi toplanması' olmasına rağmen 6362 sayılı SPKn m. 25 ve 26'da kanun koyucu 'pay alım teklifi' terimini kullanmayı tercih etmiştir, s. 179, dn. 105.

⁷³⁰ Seri: II, No: 26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği, 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷³¹ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (Text with EEA relevance).

aydınlatma sistemi ile mümkün olabilir.⁷³² Pay sahibinin bu zararını önlemek için ve kontrolün ele geçirilmek istendiği açıklanarak, pay sahiplerini korumak amacıyla bu yükümlülük öngörülmüştür.⁷³³

Pay Alım Teklifi Tebliği doğrultusunda, SPKr'na yapılacak başvurularda tebliğ ekinde yer alan bilgi formunun doldurulması gerekmektedir. Tebliğ m. 4/1/1'de de bilgi formu, '*[g]önüllü veya zorunlu pay alım teklifinde bulunulması halinde kamuya açıklanacak hususların belirtildiği bu Tebliğin 1 numaralı ekinde yer alan bilgi formu*' şeklinde tanımlanmıştır. Bu bilgi formu, pay alım teklifini yapan gerçek ve/veya tüzel kişiler ile işleme aracılık yapan yatırım kuruluşu yetkilileri tarafından birlikte imzalanır. SPKr tarafından onaylanan bilgi formunun, onay tarihinden itibaren 3 iş günü içerisinde, payları alınmak istenen ortaklığın borsaya kayıtlı olması durumunda, KAP'ta ve ortaklığın kendi internet sitesinde ilan edilmesi gerekir. Borsaya kayıtlı olmayan bir ortaklık söz konusuysa kamuyu aydınlatma en az bir gazetede, Kurulun ve varsa ortaklığın kendi internet sitesinde ilan edilerek yapılmalıdır. Pay alım tekliflerinde yapılacak açıklamaların, Pay Alım Teklifi Tebliği m. 10/1 uyarınca özel durum açıklamalarına ilişkin esaslar göz önüne alınarak yapılması gerekir.⁷³⁴

⁷³² Manavgat (Teklif), s. 73. Dolayısıyla aleni pay alım tekliflerinde kamuyu aydınlatmaya ilişkin çeşitli teoriler öngörülmüştür, bu teorilere ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat (Teklif), s. 74 vd.

⁷³³ Karababa, s. 60; Ayrıca Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 180-181; Adıgüzel, s. 88. Pay alım teklifinin hukuki niteliğinin öneri olduğu doktrinde baskın görüş olarak kabul edilmektedir, bkz. Adıgüzel, s. 89; Yasaman (Menkul Kıymetler), s. 234; Manavgat (Halka Arz), s. 346; Türkyılmaz, İ.: Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, Oniki Levha, İstanbul 2015, s. 15 ve 153 vd.; İhtiyar, s. 238.

⁷³⁴ Pay alım teklifi yapılırken kamuya açıklanması gereken hususlar Pay Alım Teklifi Tebliği m. 10/1 uyarınca şunlardır: 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

Bilgi formunda yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen standartlara göre eksiksiz olması, ilgililerin yeterli ölçüde bilgilendirilmesini sağlayacak bir şekilde, tam ve doğru olarak düzenlenmesi gerekmektedir. Pay Alım Teklifi Tebliği m. 7/5 uyarınca bilgi formu Kurulca onaylandıktan sonra bu formda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunun ortaya çıkması durumunda sorumluluk, teklifte bulunanlar ile bilgi formunu imzalayan yatırım kuruluşu yetkililerine aittir.⁷³⁵ Ancak Pay Alım Teklifi Tebliği m. 10/3 uyarınca pay alım teklifinde yatırım kuruluşu kullanılmasının zorunlu olduğu durumlarda, kamuya açıklanması gereken hususlar yatırım kuruluşu tarafından da kamuya açıklanabilir ve bu durumda sorumluluk yalnızca teklifte bulunana aittir.

Pay alım teklifine ilişkin bilgi formunda yer alan hukuka aykırı bilgilerden dolayı sorumlu olan yatırım kuruluşu yetkililerinin de, SPKn m. 32'de açıkça yer almasa bile maddenin birinci fıkrası sebebiyle kusura dayanan ve kanundan doğan sorumlulukları bulunmaktadır.⁷³⁶ Benzer doğrultuda, Pay Alım Teklifi Tebliği m. 10/1'de belirtilen hususların teklifte bulunan tarafından açıklanması öngörülmuş olsa dahi, SPKn m. 32/1

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 ve ı) Fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin olarak yapılan işlemler.

⁷³⁵ Buradaki sorumluluğun, aracılık eden yatırım kuruluşu tüzel kişiliği yerine yatırım kuruluşunun yetkililerine ait olması hususunun, yatırım kuruluşunun ödeme gücünün, yetkili kişininkinden çok daha yüksek olacağı düşünüldüğünde, hakkaniyete aykırı olduğuna yönelik olarak bkz. Türkyılmaz, s. 125-126. Bunun yanı sıra TMK m. 50 bağlamında tüzel kişilik ile onun yetkilisi arasındaki ilişkide ortaklığın yetkilisinin aslında klasik anlamda temsilci olmadığı ancak tüzel kişinin organı olduğu dikkate alındığında, bilgi formundaki yanlış, yalan veya eksik bilgilerden dolayı yatırım kuruluşunun sorumlu tutulması daha yerinde olacaktır. Ortaklık yetkilisinin, organ-kışı kavramı içerisinde değerlendirilmesine yönelik bkz. Tekinalp (Sermaye Ortaklıkları), s. 213-214, para. 11-01 ve 11-02; Kortunay, s. 10.

⁷³⁶ Türkyılmaz, s. 126-127; Ayoğlu (Halka Arz), s. 151.

sebebiyle açıklanan belgelerde yatırım kuruluşlarının da imzasının bulunması halinde sorumluluklarının doğduğunun kabul edilmesi gerekir.⁷³⁷

çç. Birleşme ve Bölünmede Hazırlanan Duyuru Metinleri

Halka açık ortaklıkların gerçekleştirdikleri birleşme ve bölünme işlemlerinde özellikle alacaklılarının, pay sahiplerinin bu işlemde ve gerçekleşecek işlemin koşullarından haberdar olması önemlidir. Birleşen veya bölünen ortaklıkların yönetim kurullarının bu yönde bir karar alması ve ortaklığın Birleşme ve Bölünme Tebliğinin⁷³⁸ eklerindeki duyuru metinlerini hazırlayarak SPKr'na sunması gerekir. Ortaklıklar bu işlemlerin içeriğine ilişkin olarak hazırlayacakları duyuru metinlerini SPKr'nun onayına sunmak zorundadır. Duyuru metinlerinin⁷³⁹ onaylanması, bu metinlerde yer alan bilgilerin doğru olduğunun SPKr'ca tekeffülü anlamına gelmez.

Birleşme ve bölünmede ortaklığın, Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 8/1 uyarınca belirtilen hususlara ilişkin ilgili belgelerle birlikte KAP'ta ve ortaklığın internet sitesinde özel durum açıklaması yapması gerekmektedir.⁷⁴⁰ Duyuru metinlerinin, Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 8/2 uyarınca birleşme veya bölünme işleminin onaylanacağı genel kurul toplantı tarihinden en az 30 gün önce, işleme taraf ortaklıklardan en az birinin

⁷³⁷ Türkyılmaz, s. 161-162.

⁷³⁸ Seri: II, No: 23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği, 28.13.2013 tarihli ve 28865 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷³⁹ Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 8/2 uyarınca duyuru metinleri, 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 raporlarıdır.

⁷⁴⁰ Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 8/1 uyarınca a) Birleşme veya bölünme işlemine ilişkin yönetim organının kararının alınması, b) Birleşme veya bölünme işlemine ilişkin olarak Kurula başvuruda bulunulması, c) Uzman kuruluş görüşünün imzalanması, ç) Birleşme veya bölünme sözleşmesi veyahut bölünme planının imzalanması, d) Birleşme veya bölünme raporunun hazırlanmasına ilişkin hususların kamuya açıklanması gerekir.

paylarının borsada işlem görmesi halinde KAP ve ilgili ortaklıkların internet sitelerinde; payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar için ise Kurulun ve varsa ilgili ortaklıkların internet sitelerinde kamuya açıklanması gereklidir. Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 8/3 uyarınca kamuya açıklanacak bilgi ve belgelerin ilgili ortaklıkların internet sitelerinde en az 5 yıl süreyle bulundurulması zorunludur. Duyuru metinleri ve Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen diğer belgeler için SPKn m. 32’de yer alan sorumluluk hükümlerinin uygulanacağı, Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 5/1 hükmünde açıkça belirtilmiştir.

dd. Yetki Talebine İlişkin Bilgi Formu

Halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında oy kullanma hakkına sahip olanlar, SPKn m. 30/4 uyarınca bu haklarını, yazılı olarak vekil tayin ettikleri ve ilgili pay sahibinin kendi görüşü doğrultusunda genel kurulda oy kullanma yetkisine sahip olan kimse aracılığıyla da oy kullanabilirler. Buradaki temsil yetkisi, çağrı yoluyla vekalet toplanmasına ve vekaleten oy kullanılmasına ilişkin çıkarılan II-30.1 sayılı Tebliğ⁷⁴¹ ile ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir. Genel Kurul toplantılarında bir başka pay sahibine ait pay için ve ilgili ortaklığın yönetiminin ele geçirilmesi amacıyla vekaleten oy verme hakkının istenmesi, vekalet talebi olarak adlandırılmaktadır. Vekalet toplanabilmesi için bir ortaklığın esas sözleşmesinde vekalet toplanmasına engel bir hüküm bulunmamalıdır⁷⁴² ve vekalet toplama çağrısı, ortaklıkların sermaye ve

⁷⁴¹ Seri: II, No: 30.1 sayılı Vekaleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması Tebliği, 24.11.2013 tarihli ve 28862 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

⁷⁴² Tebliğin ilgili hükmü doktrinde eSPKn döneminde bazı yazarlarca eleştirilmiştir, ancak ilgili hüküm varlığını günümüzde de koruduğu için bu eleştiriler geçerliliğini korumaktadır. Buna göre esas sözleşmede, genel kurulda söz hakkını kaybetmekten korkan pay sahiplerinin bu imkanı yasaklamalarının önü açılmıştır; ancak sürekli olarak belirli kişilerin elinde bulunan ortaklık yönetiminin değişmesi amacını taşımaktadır, bkz. İhtiyar, s. 231-232; Ünal (Ortaklıklar), s. 201.

yönetiminde kontrolü sağlamak amacı dahil, genel kurul gündeminde yer alan tüm hususlar için gerekçe belirtilmek suretiyle yapılabilir.

İlgili Tebliğ m. 11/2 uyarınca istenilen vekalet karşılığında, oy hakkı sahiplerine herhangi bir menfaat sağlanması veya pay sahiplerinden herhangi bir karşılık istenmesi mümkün değildir. Vekalet formuna bilgi formu eklenerek KAP'ta yayımlanmak üzere MKK'ya bu belgeler sunulur. Çağrı yoluyla vekalet toplama girişimi, ilgili genel kurul toplantısından 3 gün öncesine kadar devam edebilir. Bir ortaklık yönetimini ele geçirmek amacıyla birden fazla grup vekalet toplayacaksa, her birinin kamuyu aydınlatma ilkesi doğrultusunda amaçlarını ve kendileriyle ilgili bilgileri açıklaması gerekir.⁷⁴³ İlgili Tebliğin 14. maddesi uyarınca çağrı yoluyla vekalet toplanmasına ilişkin sözlü beyanlar da dahil olmak üzere yapılacak her türlü tanıtım ve reklamlarda yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmamalı; vekalet toplayanın mevcut koşulları ile planlarına ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açmamalıdır. Bu bilgi formlarına ilişkin sorumluluk SPK'n m. 32 hükmüne tabidir.

ee. Diğer Açıklamalar

Türk mevzuatında öngörülen bazı hallerde de ilgililer Özel Durumlar Tebliğine göre açıklama yapma yükümlülüğüne tabi tutulmuştur. Bunlardan ilki, anonim ortaklığın sermayesinin kaybedilmesi veya borca batık olması halinde SPK' tarafından yayımlanan ilke kararı⁷⁴⁴ doğrultusunda TTK m. 376'nın uygulanmasına ilişkin bazı özel durum açıklamalarının yapılmasına karar verilmesi halinde söz konusu olur. SPK' İlke Kararında

⁷⁴³ Karababa, s. 58.

⁷⁴⁴ SPK' 10.04.2014 tarih ve 11/352 sayılı Halka Açık Şirketler Bakımından 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 376'ncı Maddesinin Uygulanmasına İlişkin İlke Kararı, <<http://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2014&no=11>> (Erişim Tarihi: 19.02.2019).

kısaca, Finansal Raporlama Tebliği uyarınca ara dönem finansal rapor hazırlama yükümlülüğü bulunan ortaklıkların bu raporları, TTK m. 376'ya göre ara bilanço hazırlarken dikkate alacakları belirtilmektedir. Yine TTK m. 376'ya göre hazırlanacak ara bilançolar, yönetim kurulu kararı ile birlikte Özel Durumlar Tebliğine göre kamuya açıklanmalıdır. Faaliyet konusu sportif faaliyetler veya bunlardan gelen gelirleri yönetmek olan halka açık anonim ortaklıkların varlıklarını en çok iki yıllık, diğer ortaklıkların beş yıllık dönemlerde yeniden değerlendirilerek sonuçlarını özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurmaları gerekmektedir.

İkinci olarak, Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 8/1 uyarınca birleşme ve bölünme işlemlerinde, maddede gösterilen bilgi veya belgelerin, Kurulun '*özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde*' KAP veya taraf ortaklıkların kendi internet sitelerinde kamuya duyurulması esastır. Buna göre birleşme veya bölünmenin her aşamasında yönetim kurulu kararı alınması, birleşme veya bölünme sözleşmesinin imzalanması gibi içsel bilginin oluştuğu durumların kamuya açıklanması gerekir.

Diğer taraftan Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği⁷⁴⁵ m. 12/1 uyarınca kayıtlı sermaye tavanının artırılması, verilen izin süresinin uzatılması, sermaye artırımı ve kayıtlı sermaye sistemine geçişe ilişkin alınan yönetim kurulu kararları, Kurulun '*özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde*' kamuya açıklanmalıdır. Yine Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği m. 14/4 uyarınca kayıtlı sermaye sistemini kabul eden ortaklıkların yönetim kurulunun kendisine verilen yetki kapsamında aldığı kararlara⁷⁴⁶

⁷⁴⁵ Seri: II, No: 18.1 sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği, 25/12/2013 tarihli ve 28862 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷⁴⁶ Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği m. 11'e göre verilen yönetim kurulu kararlarında "...*artırılacak sermaye tutarı, çıkarılacak yeni payların itibari değerleri ve adedi, primli, iskontolu ve/veya imtiyazlı olup olmadıkları, satış fiyatı veya fiyatın belirlenmesine ilişkin esaslar, rüçhan hakkının sınırlandırılıp sınırlandırılmadığı, kullanılma şartları ve süresi*" gibi hususlar yer almaktadır.

ilişkin iptal davası açılması halinde, iptal davasının açıldığı, ilgili yönetim kurulu kararının icrasının geri bırakılmasına karar verildiği, davaya ilişkin nihai mahkeme kararı ve mahkeme kararının kesinleştiği gibi bazı hususların, Kurulun ‘*özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde*’ kamuya açıklanması gereklidir.

Halka açık anonim ortaklıkların önemli olarak nitelendirilen işlemlerinin⁷⁴⁷ bazılarının kamuya duyurulması gerekmektedir. II-23.1 sayılı Tebliğ m. 5/3 uyarınca bu tür işlemlere ilişkin gerekçeli yönetim kurulu kararı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oyu da belirtilerek ayrılma hakkı kullanım fiyatı ile birlikte Kurulun ‘*özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde*’ kamuya açıklanır. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için, ayrılma hakkı kullanım fiyatının açıklanması bu aşamada zorunlu değildir.

Son olarak da halka açık bir anonim ortaklığın kendi paylarını geri almak istemesi halinde, bazı şartlarda ortaklığın malvarlığını ve alacaklılarını korumak amacıyla kamuyu aydınlatma yükümlülüğü getirilmiştir. Bu yükümlülük Geri Alınan Paylar Tebliği⁷⁴⁸ hükümlerine göre yerine getirilecek olup Tebliğ m. 12/9 uyarınca bu tebliğde hüküm bulunmayan hallerde, Kurulun ‘*özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde*’ kamuya açıklama yapılır. Geri Alınan Paylar Tebliği m. 12 ve 13’te özel durum açıklaması yapılmasına sebep olacak hususlar belirtilmiştir.

6. Kamuyu Aydınlatma Platformu

Kamuya aydınlatma yükümlüleri, 2009 yılına kadar, açıklanması gereken bilgileri TTSG, SPKr bültenleri, SPKr’na bildirim, medya araçları, internet sitesi, mesaj

⁷⁴⁷ İlgili işlemler için bkz. 24/12/2013 tarihli ve 28861 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan, II-23.1 sayılı Önemli İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5/1.

⁷⁴⁸ Seri: II, No: 22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği, 03/01/2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

veya mail yoluyla açıklamaktaydı.⁷⁴⁹ Ancak kamuyu aydınlatma artık hukukumuzda, KAP'a verilen bilgi ve belgelerle yapılmaktadır. KAP, mevzuatta kamuya açıklanması gerekli olan bilgi ve belgelerin, kamuya duyurulmaları amacıyla, elektronik imzalı olarak gönderildiği elektronik bir sistemdir. SPKn m. 128/ğ hükmü uyarınca KAP'ın işleyiş ve esaslarının, SPKr'nun çıkaracağı tebliğ ile belirlenmesi yetkisi doğrultusunda VII-128.6 sayılı Tebliğ⁷⁵⁰ yayımlanmıştır.

VII-128.6 sayılı Tebliğ öncesinde, yayımlanan VIII-61 sayılı Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak KAP'a Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ uyarınca 01.06.2009 tarihi ile 01.01.2010 tarihi arasında öngörülen geçiş süresi boyunca kamuya açıklanması gereken tüm bilgiler öncelikle KAP'a sonrasında da bülteninde duyuru yapabilmesi için İMKB'ye gönderilmek zorunda idi. KAP, 01.06.2009'da faaliyete geçmiş, e-imza teknolojisine dayanan bir altyapıdır ve tüm bildirimler bu tarihten itibaren sadece KAP'a yapılır. KAP'ta açıklanan bilgi, belge ve açıklamalar, finansal raporlar, bağımsız denetim raporları, özel durum açıklamaları, izahname veya diğer duyuru metinleri, genel kurul toplantı tutanakları, hazır bulunanlar cetveli, esas sözleşme, borsa ya da Kurulca istenen diğer bildirimlerden oluşur.

Halka açık anonim ortaklıklar, kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülüklerinin tamamını KAP üzerinden yerine getirir. Finansal Raporlama Tebliği hükümleri uyarınca ihraç ettiği sermaye piyasası araçları borsada veya başka bir organize piyasada işlem gören ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumları tüm bildirimlerini KAP'ta açıklamak zorundadırlar. Ayrıca Finansal Raporlama Tebliği m. 12 uyarınca yatırım kuruluşları,

⁷⁴⁹ Demir, s. 42; Uçar, s. 49.

⁷⁵⁰ Seri: VII, No: 128.6 sayılı Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği, 27.12.2013 tarihli ve 28864 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

portföy yatırım ortaklıkları ve sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmeler, finansal raporlarını KAP'a gönderirler. Finansal Raporlama Tebliği hükümlerine uygun şekilde yapılan açıklama sonrasında ortaklıkların kendi internet sitelerinde finansal raporlarını en az beş yıl süreyle kamuya açık tutmaları gerekmektedir. Diğer ortaklıklar ise SPK'ı'nu bilgilendirdikten sonra SPK'ı bu bilgileri duyuracaktır ve bu ortaklıklar da kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini, böylece yerine getirmiş olacaklardır.

Özel Durumlar Tebliği m. 24/4 uyarınca KAP'ta yapılan açıklamaların, ortaklığın KAP'ta adresini bildirdiği internet sitesinde de yer alması ve bu açıklamaların beş yıl boyunca saklanması gerekmektedir. Özel Durumlar Tebliği m. 24/5 uyarınca TTK m. 1524 hükmünce yapılan ilan söz konusu ise internet sitesinde ilan etme ve saklama yükümlülüğü yerine getirilmiş kabul edilir. Ancak TTK m. 1524 uyarınca internet sitesi açma yükümlülüğü bulunan sermaye şirketlerinin ilan etmesi gereken bilgiler, Özel Durumlar Tebliği hükümlerine göre ilan edilmesi istenen bilgilerden farklı olabilmektedir. Ayrıca TTK m. 1524 uyarınca ilan edilen bilgilerin en fazla altı ay süre ile internet sitesinde saklanması öngörülürken Özel Durumlar Tebliği uyarınca bu bilgilerin beş yıl süreyle saklanması gerekmektedir. Söz konusu farklılıklardan ötürü, TTK m. 1524 hükmünde özel mevzuat ve idari düzenlemelerdeki daha uzun sürelerin saklı tutulmasına istinaden Özel Durumlar Tebliği m. 24 hükmünün öncelikli olarak uygulanması gerektiği kabul edilmelidir.⁷⁵¹ Sonuç olarak KAP aracılığıyla, tüm muhataplar kamuya açıklanan bilgilere en güncel halleriyle, eşzamanlı olarak, eşit ve

⁷⁵¹ Manavgat (Halka Arz), s. 227.

güvenilir bir şekilde ulaşabileceklerdir ve bu sistemin açıklama yükümlülüklerine herhangi bir maliyeti de yoktur.⁷⁵²

C. Diğer Mevzuatta Kamuyu Aydınlatma

1. Türk Ticaret Kanunu'nda

a. 6762 Sayılı Eski Türk Ticaret Kanunu Dönemi

6762 sayılı TTK'da kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin bazı düzenlemeler bulunsa da ilkenin gelişimi sermaye piyasası hukukunda olmuş ve bu ilke, o dönemde daha çok halka açık anonim ortaklıklarla bağlantılı olarak kullanılmıştır.⁷⁵³ Yine de eTTK'daki bazı düzenlemelerde kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin izler bulunmaktaydı. Bunlar özellikle ticaret sicilinin aleniyetine (eTTK m. 37); anonim ortaklığın tedrici kuruluşunda hazırlanan izahname ve sirküler yayınlama zorunluluğuna (eTTK m. 280 ve 281); anonim ortaklığın tescil ve ilanına (eTTK m. 300); anonim ortaklıkta yönetim kurulu üyelerinden temsile yetkili olanların tesciline (eTTK m. 323); anonim ortaklıktaki müdürlerin atanması ve azline (eTTK m. 343); anonim ortaklıkta denetçinin tescil ve ilanına (eTTK m. 352); ortaklık hakkında bilgi edinmeye (eTTK m. 362-363); anonim ortaklıkta genel kurul kararlarının geçerlilik şartlarına (eTTK m. 378) ve anonim ortaklıkta sermaye artırımındaki işlemlere ve izahname hazırlamaya (eTTK m. 392 ve 393) ilişkin hükümlerdir. Bu hükümler sonucunda, ilkenin eTTK'da düzenlenip düzenlenmediğine ilişkin olarak, ilkenin sınırlı da olsa kanunda yer aldığı görülmektedir.⁷⁵⁴

⁷⁵² Demir, s. 47-49.

⁷⁵³ Kırca/ Şehirali Çelik/ Manavgat, s. 202.

⁷⁵⁴ Kılıç, s. 24.

b. 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Dönemi

6102 sayılı TTK'da ise kamuyu aydınlatma ilkesi, amacına uygun olarak tüm anonim ortaklıklar için uygulanmaktadır. 6102 sayılı TTK'da bu ilkeye yönelik bazı düzenlemeler mevcuttur: TTK'da birleşme kararının ilanına (m. 154), tür değiştirme kararının ilanı ve tesciline (m. 189), anonim ortaklığın bir pay sahibinin bulunması durumunda bu kişinin bilgilerinin bildirimine (m. 338), anonim ortaklığın feshi hakkındaki mahkeme kararını tescil ve ilanına (m. 353), bağımsız denetçinin tescil ve ilanına (m. 399), finansal tabloların müzakeresinin ertelenmesi kararının duyurulmasına (m. 420), ortaklığa karşı iptal veya butlan davasının açıldığı duyurulmasına (m. 448), esas sözleşmenin değiştirilmesi kararının tescil ve ilanına (m. 455), yönetim kurulunun rüçhan hakkına ilişkin hazırladığı raporun tescil ve ilanına (m. 461) ve anonim ortaklığın sona ermesinin tescil ve ilanına (m. 532) ilişkin hükümler sicile tescil ve ilan ile internet sitesinde duyuru yapılması gerekliliği kamuyu aydınlatma ilkesine yöneliktir.

6102 sayılı TTK'da yer alan bazı hükümlere daha ayrıntılı bakılacak olursa,⁷⁵⁵ TTK m. 457'de anonim ortaklıkta sermaye artırımında yönetim kurulu tarafından bir belge düzenlenmesi öngörülmüştür. Hükümde beyanın "*bilgiyi açık, eksiksiz, doğru ve dürüst bir şekilde*" içermesi gerektiğine değinilerek kamuyu aydınlatma ilkesinin unsurlarına yer verilmiştir.

TTK m. 346'da yer alan halka arz ile kuruluşa ilişkin hükümde, ilgili mevzuata göre hazırlanması gereken kamuyu aydınlatma belgesi izahnamedir. Her ne kadar

⁷⁵⁵ TTK m. 336 uyarınca anonim ortaklık kuruluşunda verilmesi istenen belgelerden olan kurucular beyanı, TTK m. 349'da da ayrıntılı olarak açıklandığı üzere ortaklığa sermaye olarak koyulan değerlerin ne olduğu ve mevzuata uygunluğunun, dürüst bilgi verme ilkesine göre, doğru ve eksiksiz şekilde açıklandığı belge idi. TTK m. 349 gerekçesinde de bahsedildiği üzere, bu hüküm kamunun aydınlatılmasına hizmet etmekteydi, ancak kurucular beyanı, 15.07.2016 tarihli ve 6728 sayılı Kanun m. 73 ile yürürlükten kaldırılmıştır.

TTK'daki bu hüküm de kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik olsa da SPKn m. 12/6 hükmü sebebiyle, halka açık veya açılmak üzere SPKr'na başvuran ortaklıklara, bu başvurudan sonra TTK m. 346'nın uygulanması engellenmiştir. Halka açılmak üzere SPKr'na başvuru yapılmadan da bir anonim ortaklığın taahhüd aşamasını TTK m. 346'ya göre yapıp kuruluşu tamamlaması hala mümkün olsa da, bu durum TTK m. 346'nın uygulama alanını ciddi ölçüde daraltmaktadır.⁷⁵⁶ Bunun dışında TTK m. 362 uyarınca anonim ortaklık genel kurul toplantılarından en az 15 gün önce belirli belgelerin pay sahiplerinin incelemesine sunulması gerekmektedir. Buna göre finansal raporlar, yönetim kurulu yıllık faaliyet raporları, denetim raporları ve yönetim kurulunun kar dağıtım önerisi ortaklığın merkez veya şubelerinde pay sahiplerinin incelemesine açılacaktır. Bu hüküm de ortaklık içi menfaatlerin dengelenmesini sağlayan⁷⁵⁷ soru sorma, inceleme ve bilgi alma, dava açma ve özel denetim isteme hakkı gibi bazı hakların bulunması, pay sahiplerine yönelik kamuyu aydınlatma ilkesinin bir gereğidir.⁷⁵⁸

6102 sayılı TTK'da yer alan yenilikler düşünüldüğünde belki de en önemlilerinden sayılacak şirketler topluluğuna ilişkin düzenlemelere bakıldığında,

⁷⁵⁶ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 134; karşı. Yanlı, V.: *Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası Kanunu'nun Bazı Ortak Konulara İlişkin Düzenlemelerinin Karşılaştırılması*, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, (Özkorkut, K. (Ed.)), BTHAE, Ankara 2017, s. 56-57. Yanlı, burada TTK m. 346'nın, SPKn m. 12/6 karşısında hiçbir şekilde uygulanamayacağını düşünmektedir. Nitekim Pay Tebliği m. 5 uyarınca payları ilk kez halka arz edilecek ortaklıkların esas veya çıkarılmış sermayelerinin tamamının ödenmiş olması zorunluluğu karşısında TTK m. 346'nın verdiği imkan uyarınca, ortaklığın tescilinden itibaren iki ay içinde halka arz edilen pay bedelleri henüz ödenmemiş olduğu için iki hüküm bağdaşmamaktadır. Kurucu ortağın pay taahhüdünde bulunduktan sonra yapılacak halka arz, ortaklığın tüzel kişilik kazanmasından sonra gerçekleşeceği için söz konusu arz, ortağın halka arzı sayılacaktır. Bu sebeple de ortağın halka arzdan önce pay bedellerinin tamamını ödemiş olması zorunludur. Diğer taraftan Manavgat'a göre de bir ortaklık, TTK m. 346'ya göre taahhütte bulunup sonrasında SPKr'na başvurabilir. Nitekim Pay Tebliği m. 5, ortakların halka arzına yönelik getirilen bir hükümdür, ancak TTK m. 346'daki imkan, ortaklığın halka arzıdır ve elde edilen gelir de ortaklığa ödenecektir. Dolayısıyla Manavgat, buradaki halka arzın, bir sermaye artırımı yoluyla halka arz olarak düşünüldüğünde, tebliğ hükmünün de aşılabileceği inancındadır, ayrıntılı bilgi için bkz. Yanlı (Ortak Konular), s. 73-74.

⁷⁵⁷ Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, s. 205.

⁷⁵⁸ Yanlı (TTK Tasarısı), s. 162-163.

kamuyu aydınlatma ilkesine uyulmasının daha büyük önem arz ettiği görülebilecektir. TTK m. 198’de belirli oranları temsil eden miktarlarda paya sahip olunması veya bu sınırların altına düşülmesi halinde, bu durumun kamuya duyurulması için bildirim yükümlülüğü öngörülmüştür. TTK m. 199 uyarınca topluluk içerisindeki bağlı ortaklıkların yönetim kurullarınca hazırlanması gereken bağlılık raporlarının düzenlenmesi, TTK m. 200’de hakim ortaklık genel kurullarında bağlı ortaklık hakkında bilgi alma hakkı, kamuyu aydınlatma ilkesine yöneliktir.

TTK m. 514 uyarınca yönetim kuruluna verilen yıllık faaliyet raporlarını ve finansal raporları hazırlama yükümlülüğü mevcuttur. Ortaklığın mali tablolarının hazırlanmasında genel kabul görmüş muhasebe standartlarına veya TTK’da yer alan TMS’ye uygun bir yol izlendiği sürece halihazırda kamuyu aydınlatma ilkesinin gerekleri de yerine getirilmiş olacaktır.⁷⁵⁹ Hatta mali tablolardan elde edilemeyen bazı önemli bilgilerin de nakit akım tablolarından⁷⁶⁰ temin edilebilmesi mümkün olduğu için bu yönüyle nakit akım tabloları da kamuyu aydınlatma ilkesine hizmet etmektedir.⁷⁶¹

TTK 514 uyarınca hazırlanması gereken bu belgelerin internet sitesine koyulması zorunluluğu kamunun dönemsel ve sürekli olarak aydınlatılması ilkesinin gereğidir. Nitekim TTK m. 1524’te bağımsız denetime tabi anonim ortaklıklara, bilgi toplumu hizmetleri çerçevesinde kamuya çeşitli hükümlerde öngörülen belirli konuları duyurma yükümlülüğü yüklenmiştir. Ancak 6335 sayılı Kanun ile kamuya açıklanacak bilgilerin kapsamına ve açıklamayı yapacak sorumlu ortaklıklara ilişkin sınırlama

⁷⁵⁹ Yaylaönü, s. 943.

⁷⁶⁰ Nakit akım tabloları, ardışık iki dönem arasında, işletmenin nakit veya nakde çevrilebilen değerlerinde var olan değişimleri gösteren tablolardır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Yaylaönü, s. 942-946.

⁷⁶¹ Yaylaönü, s. 945-946.

getirilmiştir. Son haliyle hüküm, yalnızca bağımsız denetime tabi ortaklıklara, ortaklıkça kanunen yapılması gereken ilanlarını internet sitelerinde yayımlama yükümlülüğü getirmektedir. Bu hükümde kamunun gerektiği zaman, ancak sürekli olarak aydınlatılması ve şeffaflığın azami oranda sağlanabilmesi amacıyla *ad hoc* aydınlatma düzenlenmiştir.⁷⁶²

TTK m. 549'da ortaklığın kurulması, sermayenin artırılması veya azaltılması, yapı değişikliği ve menkul kıymet çıkarılmasına ilişkin kamuyu aydınlatma belgelerinin ve tüm beyanların yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı ve eksik olması ve en genel anlamıyla kanuna aykırı olması durumunda belgeleri düzenleyenler veya beyanı yapanlar ile kusurları varsa bunlara katılanlar sorumlu tutulmuştur. Görüldüğü üzere burada belgeyi hazırlayan veya beyanı yapanların sorumlulukları, kusursuz sorumluluk olarak kabul edilmişken, bunlara katılanların sorumluluğu kusur sorumluluğuna bağlanmıştır.

2. Bankacılık Kanunu'nda

Bankacılık hukuku, Bankacılık Kanunu (BankK)⁷⁶³ m. 1'de de ifade edildiği üzere tıpkı sermaye piyasası hukukunda olduğu gibi finansal piyasalarda güven ve istikrarın sağlanmasını ve tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunmasını amaçlayan bir hukuk dalıdır. Bu amaca uygun olarak BankK'da tasarruf sahiplerini korumak için getirilen özel hukuk ve çoğunlukla kamu hukuku kaynaklı⁷⁶⁴ hükümler bulunmaktadır.

⁷⁶² Yanlı (TTK Tasarısı), s. 165.

⁷⁶³ 19.10.2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, 01.11.2005 tarihli ve 25988 mükerrer sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷⁶⁴ Kamu hukuku kaynaklı bu hükümler, ekonomik düzen normaları olarak adlandırılmıştır, bkz. Turanboy (Banka Hissedarının Korunması), s. 6; Tekinalp, Ü.: Banka Hukukunun Esasları, 2. Baskı, Vedat, İstanbul 2009, s. 5.

Bankacılık sektöründe faaliyet gösteren kurumların tamamı bu kanun kapsamına alınmış ve bunlardan özellikle bankaların faaliyetleri ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Bankalar, 6362 sayılı SPKn m. 3/v hükmünde yatırım kuruluşu olarak nitelendirilmiştir. Banka kavramının ise BankK m. 3'te⁷⁶⁵ “[m]evduat bankaları ve katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankalarını” ifade ettiği belirtilmiştir. Bankalar esasen BankK hükümlerine, BankK m. 7/a uyarınca bir anonim ortaklık şeklinde kurulması gerektiği için TTK hükümlerine ve belirli şartlar altında da SPKn hükümlerine tabidir.

Bankaların sermaye piyasası mevzuatına uyma yükümlülüklerinin başlayacağı anı belirlemek üzere, ülkeler ya ortak sayısı bakımından ya da yaptıkları faaliyetler bakımından sermaye piyasası mevzuatına tabi olmaya yönelik sistemler belirlemişlerdir.⁷⁶⁶ Türk hukukunda ise SPKn m. 136/5 hükmünde açık bir tercih yapılmış ve SPKn hükümlerinin ortak sayısı bakımından bankalar hakkında uygulanmayacağı belirtilmiştir.⁷⁶⁷ Dolayısıyla bir bankanın ortak sayısı ne olursa olsun bu husus tek başına,

⁷⁶⁵ BankK m. 3 uyarınca mevduat bankası “[b]u Kanuna göre kendi nam ve hesabına mevduat kabul etmek ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubelerini”; katılım bankası “[b]u Kanuna göre özel cari ve katılma hesapları yoluyla fon toplamak ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubelerini” ve kalkınma ve yatırım bankası “[b]u Kanuna göre mevduat veya katılım fonu kabul etme dışında; kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren ve/veya özel kanunlarla kendilerine verilen görevleri yerine getiren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubelerini” ifade etmektedir.

⁷⁶⁶ Ayrıntılı bilgi için bkz. Turanboy (Banka Hissedarının Korunması), s. 23 vd.

⁷⁶⁷ Nitekim yatırımcı sayısı bakımından bir ortaklığın sermaye piyasası mevzuatına tabi olup olmayacağını belirlemenin sakıncalı olduğuna yönelik bazı eleştiriler mevcuttur. Buna göre özellikle sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen bir anonim ortaklığın sadece ortak sayısına bakarak bu sayı beşyüzü aşınca (ve büyük bir ihtimalle ortaklığın sadece uzun olmayan bir süre boyunca) sermaye piyasası mevzuatına tabi olması gerçekçi olmayacaktır. Ayrıca bu sayının beşyüzün altına düşmesi halinde de ortaklığın sermaye piyasası mevzuatına uyma zorunluluğunun olmaması da dönem dönem farklı kanuni hükümlere tabi olması anlamına gelir ki bu da hukuki belirlilik esasına aykırıdır. Bu yöndeki eleştiriye ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Arkan, S.: *Yüzden Fazla Ortağı Bulunan Anonim Ortaklığın Sermaye Piyasası Kanunu Karşısındaki Durumu*, Ankara Barosu Dergisi 1982, S. 13, s. 369-370. Bu eleştiride haklılık payı olsa da SPKn'nın temel amaçlarından biri de geniş yatırımcı kitlelerini korumak olduğuna göre aslında yatırımcı sayısını, sermaye piyasası mevzuatının uygulanmasının ölçütü olarak belirlemek, tam olarak bu amaca hizmet eder niteliktedir. Yatırımcı sayısının belirli bir rakamın üzerine çıkması, artık kanun koyucu tarafından korunan menfaatin sadece pay sahibine ait olmadığını ve genel olarak

bankanın sermaye piyasası mevzuatına tabi olabilmesinin ölçütü olmayacaktır.

Yine SPKn m. 136/5 hükmüne göre, kendi sermaye piyasası araçlarını halka arz ederek veya etmeksizin satan bankalar ile SPKn m. 37 vd. hükümlerinde düzenlenen yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunan bankalar, yalnızca bu faaliyetleri ile sınırlı olarak sermaye piyasası mevzuatına tabi olacaktır.⁷⁶⁸ Özetle Türk hukukunda bankalar, halka açıldıkları ve sermaye piyasası işlemleri yaptıkları zaman sermaye piyasası mevzuatına da tabi olurlar.⁷⁶⁹ Bu doğrultuda bir bankanın kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, sermaye piyasası araçlarının borsaya kote edilmesi için borsada işlem görme başvurusunda bulunması ve belirli bazı belgeleri SPK’na sunması ile başlamaktadır.⁷⁷⁰ Bankalar böylece sermaye piyasası mevzuatında gerekli olan kamuyu aydınlatma belgelerini düzenleyerek bunları kamuya açıklamak ve özellikle özel durum açıklamalarını yapmak zorundadırlar.⁷⁷¹

Bir bankanın aynı anda hem sermaye piyasası mevzuatına hem de bankacılık düzenlemelerine tabi olmasının bazı sorunları doğurması kaçınılmazdır, çünkü her iki

kamunun menfaatinin de korunduğunu göstermektedir. Dolayısıyla bu eleştirinin yerinde olmadığı kanaatindeyiz, ancak bu hususta SPKn m. 136/5 hükmü oldukça açıktır.

⁷⁶⁸ Bankaların hangi hallerde sermaye piyasası mevzuatına uyma yükümlülüklerinin bulunmadığı yine SPKn m. 136/5’te açıkça belirlenmiştir: “5411 sayılı Kanuna tabi bankalar ile sigorta şirketleri kuruluş, gözetim, muhasebe ve bağımsız denetim standartları konuları ile payları halka arz yoluyla satılan bankaların dağıtacakları temettü ve yeniden değerlendirme artış fonunun özkaynaklarının kullanımına ilişkin esaslar özel mevzuatına tabidir.”

⁷⁶⁹ Kanun koyucunun 1992 yılında yapılan değişiklik sonucu eSPKn’da da benimsediği bu yaklaşım, hala geçerliliğini korumaktadır, bkz. Turanboy, A.: *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Halka Açık Bankalar Bakımından Piyasa Dolandırıcılığı ve Bilgi Suistimali Suçu*, 60. Yıl Sempozyumu Banka Hukukuna Genel Yaklaşım, İstanbul, 11 Aralık 2015, BTHAE, Ankara 2017, s. 198; Tekinalp (Esaslar), s. 10; Küçüksözen, s. 83.

⁷⁷⁰ Bu konudaki ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. “Borsada İşlem Görme Duyurusu” başlığı altındaki açıklamalar.

⁷⁷¹ Aracı kurum olarak bankaların minimum seviyede kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunmaktadır ve bankalar bu yükümlülüklerini Alman hukukuna göre broşürlerine standart bazı bilgileri koyarak yerine getirebilirler, Möllers, s. 72.

hukuk dalının temel felsefesi itibariyle bir çatışma söz konusudur. Sermaye piyasası hukukuna hakim olan açıklık, şeffaflık ve kamuyu aydınlatma ilkeleri, bankacılık mevzuatındaki bankacılık sırrı kavramıyla ve sır saklama yükümlülüğü gibi kurumlarla çatışabilmektedir. Her ne kadar bankaların, SPKn m. 17/5 ve BankK m. 22'ye göre kurumsal yönetim ilkelerine uyma yükümlülükleri⁷⁷² bulunsa da BankK m. 73/1 uyarınca bankacılık sırlarını, zaman sınırına tabi olmaksızın⁷⁷³ saklama yükümlülüğü bulunmaktadır.

Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca kamuyu aydınlatma yükümlülüğü bulunan ve halka açık bir anonim ortaklık şeklinde örgütlenen bir bankanın, '*işletme sırrı kalkanını*' haklı sebeplerin bulunmadığı bir durumda kullanabilmesi zor görünmektedir.⁷⁷⁴ Bankacılık sırrı, bankaya ve onun bağlı ortaklıklarına, iştiraklerine, birlikte kontrol edilen ortaklıklarına ve müşterilerine ait bilgi, belge ve sırlardır.⁷⁷⁵ Esasen bankaların her bir

⁷⁷² Bankaların kurumsal yönetim ilkelerine uyma yükümlülükleri, BankK m. 22 uyarınca BDDK tarafından belirlenecektir ve bu kapsamda çıkarılan Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik, 01.11.2006 tarihli ve 26333 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷⁷³ Bankanın sır saklama yükümlülüğü, *culpa in contrahendo* kurumu sebebiyle, ticari bir temasın ilk kez kurulmasıyla sözleşme görüşmelerinden itibaren başlamaktadır ve saklanan bilgiler kanuni istisnalar dışında hiçbir zaman açıklanamaz, Altop, A.: *Bankanın İvazsız Olarak Müşterisi Olmayan Üçüncü Kişilere Verdiği Hatalı Banka Bilgilerinden Sorumluluğu*, Banka ve Tüketici Hukuku Sorunları Sempozyumu, Oniki Levha, İstanbul 2010, s. 159-160.

⁷⁷⁴ Turanboy (Banka Hissedarının Korunması), s. 81 ve 83; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 315 ve 317; İhtiyar, s. 157. TTK uyarınca anonim ortaklıklarda bilgi alma hakkının sınırını oluşturan ve sadece haklı sebeplerin varlığı halinde kullanılabilen işletme sırrı kavramı için bkz. Tekinalp/ Poroy/ Çamoğlu (Ortaklıklar II), para. 1007-1013. Şirket sırları dolayısıyla, TTK m. 392'de veya maddenin gerekçesinde bilgi alma hakkının kullanılmasının sınırlandırılmasına yönelik bir açıklama bulunmamaktadır, Kortunay, s. 333.

⁷⁷⁵ Tekinalp (Banka Hukuku), s. 411, para. 37-09. Bankacılık sırrının, meslek sırrı üst kavramı kapsamında değerlendirilmesi için bkz. Aytaç (Denetçi), s. 185-186. Bankacılık sırrının kapsamına müşteriye ilişkin her türlü ticari ve şahsi vakıalar ile bankanın kendi müşterisine ilişkin oluşturduğu kanaati girmektedir, Altop, s. 160. Bankacılık sırrının tanımı hakkında doktrinde görüş birliği bulunmamaktadır. Farklı tanımlar için bkz. Demir, s. 18. Ticari Sır, Banka Sırrı ve Müşteri Sırrı Hakkında Kanun Tasarısı m. 2/b'de banka sırrının, "*tarafından bilinen mali, iktisadi, kredi ve nakit durumu ile ilgili bilgilerle, bankanın müşteri potansiyeli, kredi verme, mevduat toplama, yönetim esasları, diğer bankacılık hizmet ve faaliyetleri, risk pozisyonlarına ilişkin her türlü bilgi ve belgeleri*" ifade ettiği belirtilmiştir, tasarı metni için bkz. <<http://www.kgm.adalet.gov.tr/tasariasamalari/tbmmkms/tbmmkom/ticarisir.pdf>> (Erişim Tarihi: 06.03.2019).

müşterisiyle yaptığı sözleşme dolayısıyla gerek mesleğini icra ederken öğrendiği gerekse de kendisine ilgililerce verilen bilgilerin saklanması yükümlülüğü, asli ve dürüstlük kuralından doğan bir yükümlülük olarak kendini göstermektedir.⁷⁷⁶

Sır saklama yükümlülüğü kapsamında sıfat ve görevleri dolayısıyla bankacılık sırlarını öğrenenlerinin, bu sırları yetkili olanlardan başkasına açıklamaları, kendi veya başkası yararına kullanmaları yasaktır. Aksi halde bankacılık sırlarını sadece açıklayanlar hakkında, BankK m. 159/1 uyarınca üçüncü kişi dahi olsa, bir yıldan üç yıla kadar hapis ve bin günden ikibin güne kadar adli para cezasına hükmolunur. Bunun yanında, bankacılık sırrını kendi veya başkasının menfaatine kullanmak, söz konusu cezanın altında bir oranında ağırlaştırıcı halini oluşturmaktadır. SPK'nun, SPKn m. 128 hükmünde yer alan görev ve yetkileri sebebiyle, BankK m. 73/3 hükmünde yer alan '*kanunen açıkça yetkili kılınan merci*' kavramına girdiği tartışmasızdır, dolayısıyla Kurul'a yapılacak açıklamalar veya verilen bilgiler açısından sır saklama yükümlülüğünün ihlal edildiği düşünülemez.^{777,778}

⁷⁷⁶ Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 316; Tekinalp (Banka Hukuku), s. 412, para. 37-10; Demir, s. 20; Battal, A.: Güven Kurumu Nitelendirmesi Işığında Bankaların Hukuki Sorumluluğu, BTHAE, Ankara 2001, s. 210; Altop, s. 159. Sır saklama yükümlülüğünün hukuki dayanakları için bkz. Ayanasa m. 17/1 ve 20/1, TMK m. 23 ve 48, TBK m. 96 vd., BankK m. 73/3 ve 159.

⁷⁷⁷ Turanboy (Banka Hissedarlarının Korunması), s. 82; Taşdelen, S. S.: Bankacılık Kanunu Şerhi, Cilt II, 2. Baskı, Adalet, Ankara 2015, s. 870 ve 888; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 315; Demir, s. 31. Aynı yönde bkz. İhtiyar, s. 155-156. Tekinalp buradaki merci kavramını dar yorumlayarak resmi nitelik taşıyan bir mercinin açık kanuni yetkisine dayanarak bankacılık sırrını isteyebileceğini belirtmektedir, (Banka Hukuku), s. 416, para. 37-21; SPK'nun da burada belirtilen şartları taşıdığı görülmektedir.

⁷⁷⁸ Banka tarafından üçüncü kişilere verilen bilgiler bağlamında ise, banka, basiretli bir tacirin göstermekle yükümlü olduğu özeni göstermek ve ilgili müşterisine ilişkin gerçeğe aykırı olmayan bilgileri vermekle yükümlüdür, aksi halde sorumluluğu bulunmaktadır. Bu sorumluluğun ayrıntıları için bkz. Altop, s. 162 vd.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HUKUKİ SORUMLULUĞUN ESASLARI VE TAZMİNAT DAVASI

I. Karşılaştırmalı Hukukta Sorumluluk

A. Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda

1. 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanununa Göre

a. Genel Düzen

Birincil piyasaları düzenleyen 1933 tarihli Kanun §11 hükmünde⁷⁷⁹ genel olarak SEC'e sunulan kayıt belgelerinin hukuka aykırı olmasından kaynaklanan ve §12 hükmünde⁷⁸⁰ hukuka aykırı hazırlanan izahnameden doğan sorumluluk düzenlenmiştir. Bu Kanunun §11 hükmüne göre, kayda alma başvurusu sırasında verilen kayıt belgelerinde yani halka arz için çıkarılacak izahnamede veya kayıt için istenen başka bir kamuyu aydınlatma belgesinde (*registration statements*), hukuka aykırı açıklama yapılması durumunda sorumluluk gündeme gelecektir.

İhraççı dışında, 1933 tarihli Kanun §11 hükmünde sayılan sorumlular arasında müteselsil sorumluluk bulunmaktadır,⁷⁸¹ ancak kendisi tarafından yüklenilen veya aracılık edilen menkul kıymetlerin toplam fiyatını aşmayacak şekilde aracı kurumların ve farklılaştırılmış teselsül yoluyla da icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin (*outside*

⁷⁷⁹ 15 U.S. Code, Title 15, Chapter 2A, Subchapter I, §11 [77k]: *Civil Liabilities on Account of False Registration Statements*.

⁷⁸⁰ 15 U.S. Code, Title 15, Chapter 2A, Subchapter I, §12 [77l]: *Civil Liabilities Arising in Connection with Prospectuses and Communications*.

⁷⁸¹ Sadece bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu, başka bir maddeye atıf yoluyla düzenlenmiştir. Bu yöneticilerin sorumluluğu, 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu §21D [78u-4] '*Private Securities Litigation*' hükmündeki hile kuralına dayalı olarak açılan ve (f) fıkrasında düzenlenen sınıf davalarındaki davalının sorumluluğunun şartlarına göre belirlenecektir.

directors) sorumlulukları sınırlandırılmıştır. Bu maddedeki sorumluluk şartları, yatırımcıların daha rahat tazminat alabilmelerini sağlamak adına yatırımcılar açısından yumuşatılmıştır.⁷⁸²

ABD hukukunda 1933 tarihli Kanun §11'deki genel düzenlemenin yanı sıra 1933 tarihli Kanun §12(a) ile halka arz halinde çıkarılacak izahnamede kamuya, hukuka aykırı bir açıklama yapılması durumunda gündeme gelecek bir sorumluluk hükmü daha öngörülmüştür.⁷⁸³ 1933 tarihli Kanun §11'deki kusursuz sorumluluk hükmünün aksine, burada kusur sorumluluğu esasında öncelikle doğrudan ihraççı ve yatırımcı arasında bir sözleşme ilişkisinin bulunması gerekmektedir. Ayrıca 1933 tarihli Kanun §12 hükmünde, aynı Kanunun §11 hükmünün aksine sadece, menkul kıymeti gerek birincil gerekse ikincil piyasada satan kişilere karşı açık bir şekilde, gerek kanuna gerekse de hakkaniyete dayanan bir dava hakkı tanınmıştır. Dolayısıyla davacı yatırımcının, söz konusu menkul kıymeti satan kişileri, kendi satıcısından geriye doğru ihraççıya kadar tespit edebilmesi ve yine bu zincirdeki sözleşme ilişkilerini ispatlayabilmesi gerekmektedir.

Bu hükümde belirtilen izahnamenin tanımı, 1933 tarihli Kanun §2(a)(10) hükmünde oldukça geniş bir şekilde yapıldığı için SEC, izahnamenin kamunun ilgisini çekebilecek her türlü yazılı açıklama olduğunu kabul etmektedir.⁷⁸⁴ Ancak Federal Yüksek Mahkeme, bu geniş yorumu reddetmekte ve izahnamenin ihraççı veya hakim pay

⁷⁸² Choi/ Pritchard, s. 468.

⁷⁸³ Söz konusu maddede bir bekçi modeli sorumluluk hükmünün öngörüldüğü belirtilmiştir, Fechner/ Tipton, s. 29.

⁷⁸⁴ Bkz. Choi/ Pritchard, s. 521.

sahibi tarafından halka arz kapsamında kamuya yapılan çağrıyı içeren belgeyi ifade ettiğini belirtmektedir.⁷⁸⁵

1933 tarihli Kanun §12(a) hükmünde, 1933 tarihli Kanun §11'deki hileyi düzenleyen hükümden (*antifraud provision*) farklı olarak, zarar görenler lehine ve menkul kıymeti satan kişilere karşı açık bir dava hakkı (*cause of action*) tanınmıştır ve bu kapsamda 1933 tarihli Kanun §5 hükmüne uygun olarak kayıt yükümlülüğü yerine getirilmemiş bir menkul kıymeti halka arz eden veya satan kimsenin kusur sorumluluğu bulunmaktadır. 1933 tarihli Kanun §11 ve 12 hükümlerinde öngörülen tazminat talepleri, aynı Kanun'un §13 hükmü uyarınca izahnamedeki bilgilerin gerçeğe aykırılığının öğrenilmesinden itibaren bir yıl ve herhalde halka arzdan itibaren üç yıl sonra zamanaşımına uğrar.

b. Davanın Tarafları

aa. Davacı

1933 tarihli Kanun §11'deki sorumluluk hükmüne göre dava açabilecek kişiler, SEC nezdinde kaydedilmiş bir izahname ile yapılan halka arz kapsamında veya onunla ilişkili bir şekilde menkul kıymet satın alan yatırımcılardır.⁷⁸⁶ Yatırımcı tarafından yapılan satış işleminin, SEC nezdinde kaydedilen izahnameye dayanması, yani izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde ve izahnamedeki gerçeğe aykırı bilgi sebebiyle yapılması gerekmektedir. Söz konusu hükme göre sorumluluğa ilişkin bu davayı açabilecek kişiler, birincil piyasalarda kaydedilen izahnameye göre yapılan arz

⁷⁸⁵ Mahkemenin izahname kavramının dar yorumlanması gerektiğine yönelik kararı için bkz. U. S. Supreme Court, *Gustafson v. Alloyd, Co.*, 513 U.S. 561 (1995), s. 576-77, (<<https://casetext.com/case/gustafson-v-alloyd-co>>, Erişim Tarihi: 07.02.2019). Ayrıca bkz. *Choi/Pritchard*, s. 532.

⁷⁸⁶ *Choi/Pritchard*, s. 468.

kapsamında doğrudan ihraççıdan menkul kıymet satın alan yatırımcılardır. Diğer taraftan bir menkul kıymetin ilk halka arzına kadar geriye dönük olarak bir menkul kıymeti elinde bulunduran satıcı zincirini ispat edebilirse, söz konusu menkul kıymeti ikincil piyasadan alan yatırımcı da bu hükme göre davacı olabilir.

1933 tarihli Kanun §12(a)(1) uyarınca, aynı Kanun §5'te yer alan şartları ihlal etmek suretiyle satılan veya ihraç edilen menkul kıymeti satın alan ve bu suretle satıcı ile aralarında doğrudan bir hukuki ilişki bulunan yatırımcı bu hükümdeki dava açısından davacı olabilir. Ayrıca 1933 tarihli Kanun §12(a)(2) uyarınca açılacak dava açısından, gerçeğe aykırı bilgiyi içeren izahname veya herhangi bir sözlü iletişim aracılığıyla bir menkul kıymeti birincil piyasalarda herhangi birinden satın alan yatırımcı, davacı olabilir.⁷⁸⁷

bb. Davalı

aaa. İhraççı

1933 tarihli Kanun §11(a)(1)-(3) ve §6(a) hükmü uyarınca kayıt belgelerini imzalayanlar, yani ihraççı, ihraççının yönetim kurulu üyeleri ve tüm yöneticileri davalı olabilir. Sorumlulardan ihraççı en ağır sorumluluğa sahip kişidir. İhraççıların 1933 tarihli Kanun §11 uyarınca kusursuz sorumlu olmaları doktrinde eleştirilse de⁷⁸⁸ yatırımcının korunması açısından mağdur yatırımcıların, karşısında herhangi bir ilgiliyi bulabilecek olmaları hakkaniyete uygun olumlu bir yaklaşım olarak değerlendirilebilir. Nitekim ihraççının, çeşitli denetim veya gözetim mekanizmaları ile ortaklık içindeki herhangi bir

⁷⁸⁷ Tahsisli satışlar söz konusu ise sorumluluk hükümlerinin uygulanması için 1933 tarihli Kanun §11 hükmüne değil, §12(a)(2)'ye gidilmesi gerekecektir.

⁷⁸⁸ Horwich, A.: *Section 11 of the Securities Act The Cornerstone Needs Some Tuckpointing*, Business Lawyer 2002, V. 58, N. 1, s. 42.

yönetici ve uzmanın yanlısını veya dolandırıcılığını tespit edip engelleyebileceği için kusursuz sorumlu olması yerindedir.⁷⁸⁹ Ayrıca ABD hukuk sisteminde var olan sınıf davasındaki (*class action*)⁷⁹⁰ her bir tarafın kendi avukatı için ödemesi gereken avukatlık ücretinin de kaybeden tarafça ödenmesi imkanı, dava açma maliyetlerini usul ekonomisi doğrultusunda düşürmüş ve bu hükümdeki sorumluluk rejiminin işletilmesi kolaylaştırılmıştır.

bbb. İhraççının Yönetim Kurulu Üyeleri

1933 tarihli Kanun §11(a)(1)-(3) ve §6(a) hükmü uyarınca ihraççı dışında, izahnameden sorumlu olan ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarıyla verdikleri zararlardan dolayı sorumludur ve bu kusur sorumluluklarına da Türk hukukundaki gibi, farklılaştırılmış teselsül hükümleri uygulanır. Yöneticilerden, finans müdürü, muhasebe müdürü ve icra yetkisine sahip müdürler, kamuyu aydınlatma belgelerinin kendilerince hazırlanan bölümlerinden dolayı kısmi sorumludurlar. İcracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin özen ve araştırma yükümlülükleri, 1995 tarihinden itibaren getirilen reformlar dolayısıyla farklılaştırılmış sorumlulukları,⁷⁹¹ hukuka aykırılığı bilmelerine bağlanmıştır.⁷⁹²

⁷⁸⁹ Langevoort (Liability), s. 64-65.

⁷⁹⁰ Sınıf davaları, Türk hukuk doktrininde ‘topluluğu dava, topluluk davası, grup davası’ gibi çeşitli isimlerle anılmaktadır. HMK m. 113’te topluluk davası olarak nitelendirilen ‘*class action*’ olarak adlandırılan davadan farklı bir dava türü de mevcuttur. Sonuç olarak şirketler topluluğu veya grup ortaklıkları gibi kavramları çağrıştırmaması ve HMK m. 113 sebebiyle bir karışıklık yaşanmaması için ve terimin birden çok davadan ziyade aynı veya benzer zararı gören kişilerin bulunduğu ortak bir paydayı vurgulaması dolayısıyla sınıf davası terimi tercih edilmiştir. Bu doğrultuda, doktrinindeki bir görüş için bkz. Turan, s. 223, dn. 95. Diğer taraftan Türk doktrinindeki bazı yazarlar, kolektif hukuki himaye yollarından olan bu davayı, grup davası olarak isimlendirmiştir, bkz. Hanağası, E.: *Kollektif Menfaatin Hukuki Himayesi Biçimi Olarak Topluluk Davaları*, Haluk Konuralp Anısına Armağan, Yetkin, Ankara 2009, s. 354; Deren Yıldırım, s. 138.

⁷⁹¹ 1933 tarihli Kanun §11(f)(2)(A) hükmünün atfı dolayısıyla uygulanan 1934 tarihli Kanun §21D hükmü uyarınca, getirilen farklılaştırılmış teselsül hükmü için bkz. 15 U.S. Code 78u-4(f)(2)(B)(i):

ccc. Aracı Kurum

1933 tarihli Kanun §11 hükmünün benimsediği bekçi (*gatekeepers*) modeline göre aracı kurumlar ve muhasebeciler, bekçi rolünü üstlenmek, ihraççının kamuya yaptığı açıklamaların hukuka aykırı olduğuna dair var olan göstergeleri doğru okumak ve genel olarak durum değerlendirmesi yapmak zorundadırlar.⁷⁹³ Bu durum değerlendirmesi yapma zorunluluğuna yani özen yükümlülüğüne bağlı olarak aracı kurumlar ve muhasebecilerin sorumluluğu, kusur sorumluluğudur. Söz konusu yükümlülük, *Escott* davasında belirlenen standarda göre, ihraççının sağladığı bilgilere, uzmanların yani dışardaki bekçilerin şüphe ile yaklaşımlarını gerektirmektedir.⁷⁹⁴

Buradaki özen ve araştırma yükümlülüğü, klasik anlamından biraz farklıdır; çünkü aracı kurumların burada birincil kaynaklara yeniden bakarak, sözleşmeleri tekrar inceleyerek ve yöneticilerin açıklarını arayarak “şeytanın avukatlığını” yapmaları gerekmektedir.⁷⁹⁵ AB üye ülkelerinde de aracı kurumlar, kurumsal itibarlarını korumak adına, ihraççı ortaklıkların bilgilerini oldukça ayrıntılı ve özenli bir şekilde kontrol ederek (*due diligence*) inceleme raporları düzenler. ABD hukukunda ayrıca aracı kurumlar ile ihraççılar arasında bir sözleşme bulunmasına gerek olmaksızın bir menkul kıymeti ihraççıdan alan ve dağıtan herkes aracı kurum kabul edilmekte ve §11'deki

Private Securities Litigation: “...shall be liable solely for the portion of the judgment that corresponds to the percentage of responsibility of that covered person, as determined under paragraph (3).”

⁷⁹² Langevoort (Liability), s. 65.

⁷⁹³ Langevoort (Liability), s. 58.

⁷⁹⁴ U. S. District Court, S. D. New York, *Escott v. Barchris Const. Co.*, 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968), (<<https://casetext.com/case/escott-v-barchris-construction-corporation>>, Erişim Tarihi: 21.06.2019).

⁷⁹⁵ Langevoort (Liability), s. 66.

sorumluluğa tabi olmaktadır. SEC, Kural 145'teki⁷⁹⁶ farazi aracı doktrini uygulaması (*presumptive underwriter doctrine*) doğrultusunda bir menkul kıymetin %10'undan fazlasını alıp üçüncü kişilere dağıtımını yapan kurumları, aracı kurum olarak kabul etmektedir.

1933 tarihli Kanun §11 hükmüne göre yatırımcıya karşı aracı kurumların kusurlarıyla sorumlu olması için, kendilerinden beklenen özeni gereği gibi yerine getirdiklerini ispatlayamamış olması gerekir. Burada aracı kurumlar, hukuki ve finansal inceleme esnasında özenle hareket ettiklerine dair savunma (*due diligence defence*) yapabilmektedir, ancak bu özenin derecesi, tedbirli bir kimsenin kendi malvarlığına gösterdiği özen olarak belirlenmiştir.⁷⁹⁷ Aracı kurum, makul bir araştırmadan sonra belgelerin doğru ve tam olduğuna inandığını ve buna dair makul sebeplerinin olduğunu kanıtlarsa sorumluluktan kurtulmaktadır.⁷⁹⁸

Aracılık konsorsiyumu mevcutsa, yalnızca lider aracı kurum tarafından inceleme yerine getirildiği için lider aracı kurumun özen yükümlülüğü altında olması gerekirken tüm aracı kurumlar kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin doğruluğunu ve gerçeğe uygunluğunu inceleme yükümlülüğü altındadır. Diğer aracı kurumlar, lider aracı kurumun bu yükümlülüğünü yerine getirmemesi dolayısıyla yatırımcının zarar gördüğü

⁷⁹⁶ Bkz. 17 CFR, Chapter II, Part 230, Section 230.145(c): Reclassification of Securites, Mergers, Consolidations and Acquisitions of Assets.

⁷⁹⁷ In re Worldcom, Inc. Securities Litigation (346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004), courtlistener.com, Erişim Tarihi: 16.03.2019) davasında mahkeme ("... *the standard for determining what constitutes a reasonable investigation and reasonable ground for belief is the same: "[T]he standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the management of his own property."* 15 U.S.C. § 77k(c).") bu şekilde yorum yapmıştır, s. 663.

⁷⁹⁸ Knauss, s. 48.

durumlarda sorumluluktan kaçınmak için zararın lider aracı kurum tarafından karşılanacağına dair konsorsiyum sözleşmesine bir madde eklemektedirler.⁷⁹⁹

Aracı kurumun sorumluluğunu hafifletmeye yönelik doktrinde çeşitli öneriler getirilmiştir.⁸⁰⁰ Öncelikle Kural 176'da derecesi belirlenen özen yükümlülüğünü, sorumsuzluk kaydına (*safe harbour clause*) çevirerek kamuyu aydınlatmada mevzuata uyan aracı kurumları sorumluluktan istisna etme teklif edilmiştir. İkinci seçenek ise, özen (*due diligence*) yükümlülükleri kaldırılarak, aracı kurumların, ihmallerinden (*negligence*), yani sadece erken uyarı göstergelerine cevap vermemeleri halinde sorumlu olmasıdır. Son öneri ise aracı kurumun dolandırıcılık davalarında kastının kanıtlanamadığı durumlarda sorumluluklarını tamamen kaldırmaktır.

ABD'de aracı kurumlar, SEC'e sunulması zorunlu olmayan ve ihraççının hukuk danışmanlarından veya bağımsız denetçilerinden kamuya açıklanacak tabloların hazırlanma tarihi ile halka arza kadar geçen sürede ortaklığın malvarlığında göze çarpan önemli bir değişikliğin olmadığına dair bir mektup (*comfort letter*) almaktadırlar.⁸⁰¹ Aracılık sözleşmesinde yatırımcının bir zararının doğması halinde bu zararın ihraççı

⁷⁹⁹ Golding, G.: *Underwriters' Liability in Australian Securities Offerings*, Company and Sec. L. Journal 1993, V. 11, s. 420, dn. 149.

⁸⁰⁰ Söz konusu öneriler için bkz. Langevoort (Liability), s. 65-66.

⁸⁰¹ Brown (Ed.), s. 92; Bu tür bir mektubun verilmesinin en temel sebebi, halka arzı gerçekleştirecek ortaklığın finansal durumunun, raporlarda gösterildiği gibi olduğuna yönelik tam bir garanti vermekten kaçınılması, ancak yine de aracı kurumun rahatlatılmaya (*comfort*) çalışılmasıdır. Nitekim aracı kurumlar, özen yükümlülüğü kapsamında, ortaklığa ilişkin yürütmesi gereken araştırma ve incelemesinin bir parçası olarak bu tür belgeleri talep etmektedirler, Resnik, B. L.: *Understanding Comfort Letters for Underwriters*, The Business Lawyer 1979, V. 34, N. 4, s. 1725. Ayrıntılı bilgi için bkz. Resnik, s. 1728-1733.

tarafından karşılanacağına dair bir hükmün (*indemnification clause*) bulunması da söz konusu olabilmektedir.⁸⁰²

Sonrasında ise aracı kurumlar, izahnamenin kendileri tarafından hazırlanan bölümleri için sermaye piyasası aracının dağıtımından kaynaklanan sorumluluğu üstlendiklerine ilişkin olarak ve kendilerinden tazminat alınmasının zorluğuna da dikkat çekmek için ihraççılara bir belge (*blood letter*) vermeye başlamışlardır.⁸⁰³ Ancak bu belgeler dolayısıyla, aracı kurumların sorumlu tutulabilmesi zor olduğu için aracı kurumlar ile ihraççılar arasındaki rücu ilişkisini düzenleyen ve aracı kurumun halka arzdan elde edilen gelir ile kusurları oranında zarara katılacağını belirten hükümler (*contribution clauses*) ortaya çıkmıştır.⁸⁰⁴ *Globus* davasında verilen karara göre bu tür sözleşmeler, kanunun yatırımcıyı koruma amacına aykırılık taşıdığı için, sadece iç ilişkide geçerli olup yatırımcıya karşı ileri sürülememektedir.⁸⁰⁵

ççç. Halka Arz Eden

1933 tarihli Kanun §11 hükmü, birincil ve ikincil piyasadaki halka arzlarda kamuya açıklanan belgelerdeki bilgilerin gerçeğe aykırı olmasından kaynaklanan zararlardan dolayı ihraççının sorumluluğu söz konusu olduğunda uygulama alanı

⁸⁰² Choi/ Pritchard, s. 509 vd. Ayrıca Birleşik Krallık, Avustralya, Yeni Zelanda gibi *common law* ülkelerinde yöneticiler veya adına imza atılan kişi olarak yöneticiler kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu oldukları için bir ortaklıkta yönetici olarak çalışacakları zaman sözleşmelerine sorumsuzluk hükmü koymakta veya sorumluluk sigortası (*directors and officers liability insurance: D&O Insurance*) yaptırmaktadırlar, ayrıntılı bilgi için bkz. Khoo, s. 80-81.

⁸⁰³ Brown (Ed.), s. 81.

⁸⁰⁴ Brown (Ed.), s. 178.

⁸⁰⁵ U. S. Court of Appeals, *Globus v. Law Research, Inc.*, 418 F.2d 1276 (2nd Cir. 1969), (<<https://casetext.com/case/globus-v-law-research-service-inc-3>>, Erişim Tarihi: 22.06.2019); benzer bir görüş için bkz. U. S. Court of Appeals, *Eichenholtz v. Brennan*, 52 F.3d 478 (3rd Cir. 1995), s. 483-484, (<<https://casetext.com/case/eichenholtz-v-brennan>>, Erişim Tarihi: 08.10.2019). 3. Daire ayrıca burada genel olarak mahkemelerin bu uygulamaya izin vermediklerini çeşitli davalara atf yaparak belirtmektedir (“*Generally, federal courts disallow claims for indemnification because such claims run counter to the policies underlying the federal securities acts*”), *Eichenholtz Davası*, s. 484.

bulmaktadır. İkincil piyasadaki halka arzlarda, halka arz eden pay sahibi 1933 tarihli Kanun §11'deki sınırlı sayıda belirlenen sorumlu kişiler arasında sayılmadığından bu pay sahiplerinin sorumluluğuna aynı kanunun §15 veya §12(a)(2) aracılığıyla gidilebileceği ileri sürülmüştür.⁸⁰⁶

Buna karşın *Duetsche Telekom AG Kararı*⁸⁰⁷ ile mahkeme ikincil piyasalardaki tümünü yüklenim şeklinde gerçekleştirilen halka arzlarda, satış yapan pay sahiplerinin, 1933 tarihli Kanun §12(a)(2) hükmünden yani hileli hareket eden satıcıların sorumluluğu hükümlerinden dolayı sorumlu tutulamayacağına karar vermiştir. Bunun dışında kalan aracılık işlemlerinin söz konusu olduğu halka arzlarda, örneğin bakiyeyi yüklenim veya en iyi gayret aracılığı işlemleri söz konusu ise satışı yapan pay sahipleri için, 1933 tarihli Kanun §12(a)(2)'de yer alan sorumluluk işletilebilecektir. Diğer taraftan kamuyu aydınlatma belgelerini, 1933 tarihli Kanun §6'da sayılan kişiler imzalayacağı için bu kişiler, belgelerde yer alan bilgilerin gerçeğe uygunluğundan sorumlu olacaklardır.

ddd. Diğer Sorumlular

1933 tarihli Kanun §11(a)(1)-(3) ve §6(a) hükmü uyarınca kayıt belgelerini imzalayanlar, yani ihraççı, ihraççının yönetim kurulu üyeleri, tüm yöneticileri; 1933 tarihli Kanun §11(a)(4) uyarınca kayıt belgesinin bir bölümünü hazırlayan veya onaylayan uzmanlar; 1933 tarihli Kanun §11(a)(5) uyarınca aracı kurumlar; 1933 tarihli Kanun §15 uyarınca hakimiyet ilişkisi dolayısıyla bu sayılanlara hakim kişiler, davalı olarak sorumludur. 1933 tarihli Kanun §11(a)(4) uyarınca kamuyu aydınlatma

⁸⁰⁶ Brown (Ed.), s. 140.

⁸⁰⁷ U. S. District Court, S. D. New York, In re Deutsche Telekom AG Sec. Lit., 00 Civ. 9475 (SHS), 2002 WL 244597 (S.D.N.Y., Feb. 20, 2002), (<<https://casetext.com/case/in-re-deustche-telekom-ag-securities-litigation>>, Erişim Tarihi: 29.04.2019).

belgelerinin belirli bölümünün hazırlanmasına yardımcı olan ve belgelerde isminin kullanılmasına rıza gösteren muhasebe uzmanları ile diğer uzmanlar, kamuyu aydınlatma belgelerinin kendilerince hazırlanan bölümlerinden dolayı kısmi sorumludurlar.

1933 tarihli Kanun §11 hükmüne göre (i) aynı Kanun'un §5 hükmüne⁸⁰⁸ aykırı olarak bir menkul kıymeti satan veya arz eden kişi ile (ii) esaslı bir bilgiye ilişkin yanlış bir açıklama içeren veya zorunlu olduğu halde hiçbir açıklama içermeyen izahname (veya sözlü iletişim araçları) aracılığıyla bir menkul kıymeti satan veya arz eden kişi, davalı olarak zarar gören yatırımcıya karşı sorumludur.

1933 tarihli Kanun §11 hükmünde, sorumlu kişiler sayma yoluyla hükümde belirlenmişken, 1933 tarihli Kanun §12(a) hükmünde öngörülen sorumluluk için davalılar, taraflar arasındaki teklif sonrası oluşan ilişkiye göre belirlenmektedir.⁸⁰⁹ 1933 tarihli Kanun §12(a)(2) hükmüne göre davalı olabilecek kişiler, halka arz edilen bir menkul kıymeti satan herkeştir.

⁸⁰⁸ 15 U.S. Code, Title 15, Chapter 2A, Subchapter I, §5 [77e]: *Prohibitions relating to interstate commerce and the mails.*

⁸⁰⁹ Ancak Choi/ Pritchard tarafından davalıların neden uyumlu bir yöntemle belirlenmediği eleştirmektedir, s. 518. Bu hüküm uyarınca bir menkul kıymeti satma yetkisine sahip olan kişilere ilişkin, Federal Yüksek Mahkeme, ihraççının finansal çıkarlarına hizmet eden ve satıştan kendisi de bir menfaat elde edeceği için potansiyel bir yatırımcının menkul kıymet satın almasına sebep olan kişinin 1933 tarihli Kanun §12(a)(1) uyarınca davalı olabileceğine hükmetmiştir, bkz. U. S. Supreme Court, *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622 (1988), s. 654, (<<https://casetext.com/case/pinter-v-dahl>>, Erişim Tarihi: 01.12.2018). Mahkemenin bu davadaki yorumu ise daha sonra 1933 tarihli Kanun §12(a)(2) kapsamında sorumlu olabilecek kişileri belirlemek için kullanılmıştır, Choi/ Pritchard, s. 520.

c. Sorumluluğun Şartları

aa. Hukuka Aykırı Yapılan veya Hiç Yapılmayan Açıklamanın Esaslı Olması (Materiality)

1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu §11(a)'da yer alan sorumluluğun bazı şartları mevcuttur. 1933 tarihli Kanun §11 ve benzer şekilde §12(a)(2) uyarınca sorumluluğun doğabilmesi için öncelikle kayıt belgelerindeki bilgilerde gerçeğe aykırılık veya eksikliğin esaslı olması (*material*) gerekir.⁸¹⁰ *TSC Industries* davasında⁸¹¹ mahkemece, kamuya açıklanan diğer bilgilerle beraber okunduğunda, makul bir yatırımcının yatırım kararını etkilemesi olası olan bilgilerin esaslı olduğu kabul edilmiştir.⁸¹² *Greenhouse* davasında⁸¹³ mahkeme ise ortaklığın yönetim kurulu başkanının ekonomi diploması alamadığı gerçeğinin gizlenmesini esaslı bulmamıştır.

SEC esaslılığın belirlenmesinde belirli eşiklerin varsayımsal olarak kabul edilebileceğini, çünkü bir ortaklığın finansal raporlarında eşiklerin altında kalan bir sapmanın, büyük ihtimalle esaslı bir bilginin var olmadığına işaret ettiğini belirtmiştir.⁸¹⁴

⁸¹⁰ Esaslılığa ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. Türk hukukunda sermaye piyasası mevzuatı uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun koşullarına ilişkin "Hukuka Aykırı Eylem" başlığı altındaki açıklamalar.

⁸¹¹ U. S. Supreme Court, *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* 426 U.S. 438 (1976), (<<https://casetext.com/case/tsc-industries-inc-v-northway-inc>>, Erişim Tarihi: 18.10.2016).

⁸¹² Söz konusu karar, SEC'in bu husustaki düzenlemesine paralel bir görüş içermektedir, bkz. 17 CFR, Chapter II, Part 230, Section 230.405: Definitions of Terms: "*Material. The term material, when used to qualify a requirement for the furnishing of information as to any subject, limits the information required to those matters to which there is a substantial likelihood that a reasonable investor would attach importance in determining whether to purchase the security registered.*"

⁸¹³ U. S. Court of Appeals, *Greenhouse v. MCG Capital Corp.*, 392 F.3d 650 (4th Cir. 2004), (<<https://casetext.com/case/greenhouse-v-mcg-capital-corp>>, Erişim Tarihi: 21.03.2019).

⁸¹⁴ SEC Staff Accounting Bulletin, No. 99: Materiality, Release No. SAB-99 (1999): "*The use of a percentage as a numerical threshold, such as 5%, may provide the basis for a preliminary assumption that – without considering all relevant circumstances – a deviation of less than the specified percentage with respect to a particular item on the registrant's financial statements is unlikely to be material*", (<<https://www.sec.gov/interps/account/sab99.htm>> (Erişim Tarihi: 02.04.2019)).

Ganino davasında ise,⁸¹⁵ ortaklığın gelirindeki %1,7'lik bir farkın esaslı olmadığına hükmedilmiş.⁸¹⁶ Nitekim kural olarak %5'in altında kalan gelirdeki farkların, ilgili bilginin esaslı olmadığını gösterdiği (*rules on thumb*) doktrinde de kabul edilmektedir.⁸¹⁷ *TSC Industries* davasında esaslilik kavramının somut olay bazında değerlendirilmesi gerektiğine ve esaslılığın hem hukuki bir sorun olduğuna hem de somut olay mahkemesi hakiminin karar vermesi gereken bir olgu olduğuna hükmedilmiştir.⁸¹⁸

bb. Zarar

Kural 10b-5'in aksine 1933 tarihli Kanun §11(e) hükmüne göre zararın ölçütü açık bir şekilde belirlenmiştir. Buna göre belirli şartlar altında yatırımcının tazmin edilecek zararı, menkul kıymetin halka arz edilen fiyatı ile menkul kıymet satılmadıysa, dava tarihindeki değeri ('*value*'); menkul kıymet satılmışsa, satıldığı fiyat; dava açıldıktan sonra, ama hüküm kurulmadan satıldıysa, satıldığı fiyat arasındaki farktır.⁸¹⁹ Dolayısıyla 1933 tarihli Kanun §11 uyarınca dava veya satış tarihindeki fiyat, menkul kıymetin halka arz edildiği fiyattan daha fazla ise yatırımcının zararından bahsedilemez.⁸²⁰ Diğer taraftan menkul kıymetin fiyatının düşüşü, piyasaya atfedilebilir bir dalgalanma ise, bu madde uyarınca zararın meydana geldiğinden bahsedilemez. Buna

⁸¹⁵ U. S. Court of Appeals, *Ganino v. Citizens Utilities Co.*, 228 F.3d 154 (2nd Cir. 2000), (<<https://casetext.com/case/ganino-v-citizens-utilities-co-2>>, Erişim Tarihi: 19.05.2019).

⁸¹⁶ Benzer şekilde *Litwin* davasında da Bölge Mahkemesi, ortaklığın toplam gelirinde % 0.4 oranında bir fark oluşturabilecek bir bilginin, esaslı bilgi olmadığına hükmetmiştir, bkz. U. S. Court of Appeals, *Litwin v. Blackstone Group*, L. P. 634 F.3d 706 (2nd Cir. 2011), (<<https://casetext.com/case/litwin-v-blackstone-group-lp>>, Erişim Tarihi: 09.12.2018).

⁸¹⁷ *Choi/ Pritchard*, s. 58 vd.

⁸¹⁸ *TSC Industries Davası*, s. 450.

⁸¹⁹ *Choi/ Pritchard*, s. 508; *Hazen*, s. 310. 1933 tarihli Kanun §11 hükmüne dayanarak açılacak davalarda istenebilecek zarar, hukuka aykırı açıklamadan başka bir sebebe dayanan zararları kapsamaz; dolayısıyla bu hükme göre açılacak davalardaki zarar kavramı, 1934 tarihli Kanun §10(b) hükmüne göre açılacak davalardaki zarar kavramı ile benzerdir, *Neilsen/Prowse*, s. 23-24, dn. 2.

⁸²⁰ *Horwich*, s. 13.

karşın, açıklamalardaki hukuka aykırılık esaslı ise, menkul kıymetin fiyatındaki düşüşünün, bu açıklamadan kaynaklandığı ve zararın oluştuğu kabul edilir.⁸²¹

1933 tarihli Kanun §12(a)⁸²² hükmünün her iki fıkrasında ayrı ayrı düzenlenen sorumluluklar kapsamında da benzer bir kural getirilmiştir ve bu hükme göre yatırımcının tazmin edebileceği zararı, bu fıkralar uyarınca aynıdır: yatırımcı, menkul kıymet hala elindeyse bedelin tamamını, sattıysa o kıymeti aldığı fiyat ile sattığı fiyat arasındaki farkı, faiziyle talep edebilir. Burada 1933 tarihli Kanun §11 hükmüne göre açılacak davanın aksine, piyasadaki fiyat düşüşünün veya artışının nedenine bakılmaksızın menkul kıymetin bedeli tamamen geri ödenebilir.

cc. Diğer Şartlar

1933 tarihli Kanun §11 hükmü uyarınca doğacak sorumluluğun şartlarına bakılacak olursa, 1934 tarihli Kanun kapsamında çıkarılan Kural 10b-5 uyarınca aranan şartlardan daha esnek olduğu görülecektir.⁸²³ Nitekim bu şartlardan sadece hukuka aykırı yapılan veya hiç yapılmayan açıklamanın esaslı olması, zarar ile nedensellik bağına ilişkin şartların sağlanması yeterli olmakla birlikte gerçeğe aykırı bilgiye güvenme veya hile kastının bulunması şartları aranmamaktadır. Ancak bu durum, söz konusu şartların hiçbir

⁸²¹ Hazen, s. 295-296.

⁸²² 1933 tarihli Kanun §12 hükmünün zarar ile ilgili bölümü şu şekilde ifade edilmiştir: “... to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security.”, bkz. 15 U.S. Code §77I, Section 12(a): Civil Liabilities Arising in Connection with Prospectuses and Communications.

⁸²³ 1933 tarihli Kanun §11 ve 12 hükümlerinde öngörülen sorumluluğun şartları oldukça esnek olmasına rağmen bu hükümlere dayanarak açılan davalar, ABD’de menkul kıymetlere ilişkin açılan sınıf davalarının küçük bir kısmını oluştururlar, Choi/ Pritchard, s. 319 ve 532.

davada aranmayacağı şeklinde yorumlanmamalıdır, nitekim somut olaya göre bu hususlara ilişkin mahkemelerin kararları değişebilmektedir.⁸²⁴

1933 tarihli Kanun §12(a)(1) hükmü uyarınca davacı yatırımcının sadece 1933 tarihli Kanun §5 hükmünün⁸²⁵ ihlal edildiğini kanıtlaması yeterlidir, bunun dışında başka bir şart aranmamaktadır. Ancak 1933 tarihli Kanun §12(a)(2) hükmündeki sorumluluk kapsamında, davacı yatırımcı, hukuka aykırı yapılan veya hiç yapılmayan açıklamanın esaslı olduğunu ispatlamak zorundadır. Mahkemeler, nedensellik bağıını da Kural 10b-5'te düzenlenen davaya göre oldukça esnek bir şekilde izahname ile yatırımcının işlemi arasında var olması gereken bir bağlantı olarak yorumlamışlardır. Dolayısıyla yatırımcının izahnameye güvendiğini (*reliance*) kanıtlamasına gerek yoktur.⁸²⁶

ç. Sorumsuzluk Halleri

1933 tarihli Kanun §11 hükmü aynı zamanda bazı sorumsuzluk halleri öngörmüştür. 1933 tarihli Kanun §11(b)(1) hükmü uyarınca görevinden istifa eden ve bunu SEC'e haber veren kişi diğer şartları sağladığı sürece sorumlu olmayacaktır. 1933 tarihli Kanun §11(a) ve §12(a)(1) hükmüne göre davacı yatırımcının menkul kıymeti satın aldığı zaman, iddia ettiği hukuka aykırılığı halihazırda bildiği durumlarda, davalı, bu hususu kanıtladığında sorumluluktan kurtulacaktır. Bu durumda Türk hukukunda

⁸²⁴ Örneğin finansal raporlara ilişkin kayıt belgesinin hüküm ve sonuç doğurmaya başladığı tarihten sonraki 1 yıl içerisinde kamuya açıklanan finansal bir bilginin gerçeğe aykırı olup olmadığına ilişkin görülen hile davasında, davacının kayıt belgesine güvendiğini ispatlaması gerekir, Choi/ Pritchard, s. 478.

⁸²⁵ Bir kayıt belgesinin veya izahnamenin onaylanmasından önce ilgili menkul kıymete ilişkin herhangi bir şekilde arz veya arza davet mahiyetinde bilgi ve belgenin iletişim araçları kullanılarak iletiminin yasak olduğuna dair hüküm için bkz. U.S. Code Title 15, Chapter 2A, §77e: *Prohibitions Relating to Interstate Commerce and the Mails*.

⁸²⁶ 1933 tarihli Kanun §12(a)(2)'de yer alan '*by means of*' ifadesi sebebiyle mahkemeler bu hükmü, nedensellik bağıını bir şart olarak aramak yerine, daha çok bağlantılı olma yönünde uygulamışlardır. Çünkü bu hükümde, bireysel olarak yatırımcıya değil, genel olarak piyasaya odaklanılmaktadır, Choi/ Pritchard, s. 532; ayrıca bkz. Hazen, s. 313.

olduğu gibi zarar ile hukuka aykırı eylem arasındaki nedensellik bağının kesildiği açıktır. Ayrıca 1933 tarihli Kanun §11 ve 12(a) hükümlerinde düzenlenen sorumluların, aynı kanunun §12(b) hükmü uyarınca menkul kıymetteki düşüşün, izahnamedeki bilgilerin gerçeğe aykırılığından değil de farklı bir sebeple gerçekteğini kanıtlaması halinde sorumluluktan kurtulabilirler.⁸²⁷

1933 tarihli Kanun §11(b)(3) hükmünde öngörülen ve yukarıda ayrıntıları açıklanan sorumluların hukuki ve finansal inceleme esnasında özenle hareket ettiklerine dair savunma (*due diligence defense*) imkanı bulunmaktadır. Bu savunma imkanı, ihraççılar hakkında uygulanmaz, ama diğer taraftan hüküm *due diligence* savunmasından yararlanabilecekleri, kayıt belgelerinin teknik anlamda uzmanlık gerektiren ve gerektirmeyen kısımları bağlamında uzman olan ve olmayan sorumlular olarak iki gruba ayırmaktadır.⁸²⁸ Söz konusu ayırım çerçevesinde, menkul kıymete ilişkin kayıt belgelerinin hazırlanmasında rol oynayan denetçiler, avukatlar, finans ve muhasebe müdürleri teknik bilgi gerektiren kısımları için uzman sorumlular grubuna girmektedir. SEC, Kural 176⁸²⁹ ile bu savunma hakkından yararlanabilmenin, diğer şartların yanı sıra ihracın türüne, menkul kıymetin türüne, aracı kurumların aracılık faaliyetinin türüne bağlı olduğunu belirtilmiştir.

⁸²⁷ Golding, s. 409; ayrıca 1933 tarihli Kanun §11(e) hükmünün nedensellik bağına ilişkin ifadesi için bkz.15 U.S. Code, Chapter 2A, Subchapter I, §77k(e): Civil Liabilities on Account of False Registration Statement: "...*Provided that if the defendant proves that any portion or all of such damages represents other than the depreciation in value of such security...*".

⁸²⁸ Bu ayırma ve ayırım sorumluluğu nasıl etkilediğine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Choi/ Pritchard, s. 480-481.

⁸²⁹ Bkz. 17 CFR, Chapter II, Part 230, Section 230.176: Circumstances Affecting the Determination of What Constitutes the Reasonable Investigation and Reasonable Grounds for Belief Under Section 11 of the Securities Act.

İhraççının yöneticilerinin tamamı ve aracı kurumlar genel olarak, teknik bilgi gerektiren kısımlar açısından uzman olmayan sorumlular grubundadır.⁸³⁰ Bu gruptaki sorumlular, kayıt belgelerinin uzmanlık gerektirmeyen kısımları için 1933 tarihli Kanun §11(b)(3)(A) uyarınca makul bir araştırma yaptıklarını, açıklanan durumun gerçek olduğuna inanmak için makul bir sebeplerinin olduğunu ve bu yüzden o duruma inandıklarını kanıtladıkları hallerde *due diligence* savunmasından yararlanabilirler. Ancak kayıt belgelerinin teknik bilgi gerektiren kısımları için 1933 tarihli Kanun §11(b)(3)(C) uyarınca sadece açıklanan bilginin doğru olduğuna inandıklarını ve bunun için de makul bir gerekçelerinin olduğunu kanıtlamaları, bu savunmadan yararlanmaları açısından yeterlidir.

1933 tarihli Kanun §12(a)(1) uyarınca sorumlu bulunan kişilerin ise sorumlu olmadıklarına yönelik herhangi bir savunma imkanı bulunmamaktadır. Diğer taraftan 1933 tarihli Kanun §12(a)(2) uyarınca sorumlu olan kişiler, hukuka aykırı yapılan kamuyu aydınlatmayı veya açıklamanın hiç yapılmadığını bilmediklerini ve makul bir özeni göstermiş olsalar dahi bilmelerinin mümkün olmayacağını kanıtlamaları halinde sorumluluktan kurtulabilirler. Ancak buradaki özenin ölçütü, 1933 tarihli Kanun §11 uyarınca sorumlu olanların yapacakları *due diligence* savunması için aranan özene nazaran şartları daha kolay sağlanabilen bir ölçüttür.⁸³¹

⁸³⁰ Choi/ Pritchard, s. 481.

⁸³¹ In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004), s. 663.

2. 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanununa Göre

a. Genel Düzen

Kamuyu aydınlatmaya ilişkin hukuki düzenlemelerin ve ticari itibarın korunması gibi piyasa güçlerinin, dolandırıcılığın engellenmesinde etkin yollar olduğu söylenemez. Nitekim ABD hukukunda SEC'in bir dolandırıcılığı veya hukuka aykırılığı tespit etmeye yönelik kaynaklarının yetersiz kaldığı ve dolayısıyla sorumluluk rejiminin etkin işlemediği belirtilmiştir.⁸³² Bu durum, SEC'in hukuka uyumu sağlama konusunu, sınıf davaları aracılığıyla mahkemelere bırakmasına sebep olmuştur.

Sınıf davalarının etkinliğini ve bu yola başvurma imkanını azaltan bazı sorunlar mevcuttur. Örneğin ilk durumda davacının iddialarının zayıf olduğu uyuşmazlıklarda, olası dava masraflarından kaçınmak amacıyla dava öncesi uzlaşmanın yüksek oranlarda olması; bu iddiaların güçlü olduğu uyuşmazlıklarda da uzlaşmanın düşük oranlarda görülmesi söz konusudur.⁸³³ İlk durumda iddiasının zayıf olduğunun farkında olan davacı, dava ile uğraşmak istemeyen ortaklıkla her şekilde anlaşmaya varmaya gönüllü iken, ikinci durumda iddiasının güçlü olduğunun bilincinde olan davacı, sınıf davası sonucunda kazanacağını bildiğinden, dava öncesinde ortaklıkla herhangi bir anlaşmaya varmak istememektedir. Ayrıca belirli bir sınıfın avukatları, mahkemeye gidilirse sorumluluğa hükmedilmesinin kesin olduğu davalarda bile alabilecekleri en garanti yol olarak uzlaşmayı tercih etmektedirler.⁸³⁴

⁸³² Langevoort (Liability), s. 52-53.

⁸³³ Langevoort (Liability), s. 53. Benzer şekilde ortaklığın kendisi de bazen dava ile uğraşmak istemediği için haklı olduğu durumlarda bile uzlaşma yolunu tercih edebilmektedir, Choi/ Pritchard, s. 37 ve 214.

⁸³⁴ Langevoort (Liability), s. 55.

Herhangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması sırasında esaslı bir bilginin gerçeğe aykırı bir şekilde açıklanması veya hiç açıklanmaması 1934 tarihli Kanun §10(b) hükmü ve bu hükme dayanılarak SEC tarafından çıkarılmış olan Kural 10b-5⁸³⁵ ile yasaklanmıştır. 1934 tarihli Kanun §10(b) hükmü uyarınca satıcının hile kastının bulunması halinde hükümdeki kusur sorumluluğu işletilebilir. 1934 tarihli Kanun §11 hükmünde ise ihraççıya, garantöre, ortaklık yönetim kuruluna ve üst düzey yöneticilerine sorumluluk yüklenmektedir. ABD hukukunda ihraççının yönetim kurulu üyelerinin yanı sıra denetim organındaki üyeleri de kayıt belgelerindeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasından dolayı sorumludurlar. Bunların dışında muhasebe raporları veya denetim raporlarında yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden dolayı sorumluluğun doğabilmesi için GAAP veya GAAS'ın göz ardı edilmiş olması, yani sorumluların kusurlu olması koşulu aranmaktadır.

Sorumluluk doğurucu bu hükmün yanı sıra hileyi düzenleyen başka bazı sorumluluk hükümleri de bulunmakta ve bunlar Kural 10b-5'teki düzenlemeyi desteklemektedir. Örneğin 1934 tarihli Kanun §18 hükmüne göre⁸³⁶ SEC'e sunulan raporlardan herhangi birinde yanlış veya yanıltıcı bir bilginin bulunması dolayısıyla bir zarar meydana geliyorsa ihraççının sorumluluğu doğabilir. Ancak davacı, (i) söz konusu menkul kıymeti alıp satarken SEC'e sunulan hukuka aykırı rapora güvendiğini, (ii) yanlış raporlama sonucunda fiyatların etkilendiğini, (iii) iyi niyetli olduğunu kanıtlamalıdır ve

⁸³⁵ 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu §10(b) hükmünde SEC'e düzenleme yetkisi verilmiştir ve söz konusu Kural, idari otorite olan SEC'in çıkarmış olduğu bir düzenlemedir. Kural 10b-5 için bkz. Code of Federal Regulations (CFR), Title 17, Chapter II, Part 240, Subpart A, §240.10b-5: *Employment of Manipulative and Deceptive Practices*. Söz konusu Kuralın sermaye piyasasındaki tüm hileli davranış ve işlemlerin yakalanmasına ve buna bağlı olarak sorumluluk kapsamına alınmasına yönelik olduğuna (*the 'catch-all' antifraud provision for the federal securities law*) ilişkin olarak bkz. U. S. Supreme Court, *Herman&MacLean v. Huddleston et al.*, 459 U.S. 375 (1983), s. 383, (<<https://casetext.com/case/herman-lean-v-huddleston-huddleston-v-herman-lean>>, Erişim Tarihi: 28.10.2018); benzer bir görüş için bkz. Choi/ Pritchard, s. 209.

⁸³⁶ 15 U. S. Code, Title 15, Chapter 2B, §78r: *Liability for Misleading Statements*.

(iv) mahkemenin talep etmesi halinde miktarı belirlenen gider avansının dava açılırken yatırılması gerekir. Ancak bu hükümde davacının ispat yükü ağır olduğu için nispeten iddia ve ispatın daha kolay olduğu Kanun §10(b)'den uyarlanan Kural 10b-5 aracılığıyla mahkemeler sorumluluğa hükmetmeye başlamışlardır.⁸³⁷

Kural 10b-5, esaslı bilgilerin yanlış veya eksik açıklanması veya hiç açıklanmamasını; bir menkul kıymetin hileli şekilde alınıp satılmasını yasaklayan; hukuki ve cezai sorumluluk doğuran ve yatırımcıyı korumayı amaçlayan bir kuraldır. Bu Kural'a ilişkin olarak Federal Yüksek Mahkeme içtihatları, *common law*'dan kaynaklanan dolandırıcılık ve hile görüşlerine dayanmaktadır. Kural 10b-5'e göre, ilgili kişiler, gerek SEC'e yapılan gerekse de gönüllü olarak yapılan açıklamaların tamamından sorumludur. Bir ortaklığın yetkililerince yapılan görüşmelerde veya haber bültenleri yoluyla açıklanan tüm bilgiler söz konusu sorumluluk kapsamında değerlendirilir.

Diğer taraftan 1934 tarihli Kanun §13(b)(2)(A) uyarınca yükümlü ortaklığın, defterlerini, kayıtlarını ve tablolarını makul bir şekilde ayrıntılı olarak tutması, saklaması ve bunların ortaklığın malvarlığına ilişkin işlemleri doğru ve gerçeğe uygun bir şekilde yansıtması zorunludur. Buna göre finansal belgelerde geçen bilginin gerçeği yansıtması hukuki sorumluluk doğururken, bu bilginin esaslı olması gerekmediği için çok küçük maddi hataların bile sorumluluğa sebep olduğu belirtilmektedir.⁸³⁸ Ancak 1934 tarihli Kanunda bu madde için herhangi bir dava hakkı tanınmamış olmakla birlikte mahkemeler

⁸³⁷ Fencher/ Tipton, s. 32; Kural 10b-5 hükmündeki sorumluluk sebebiyle bireysel tazminat davası açılması hakkı tanıyan ilk mahkeme kararı Federal Yüksek Mahkemenin Herman&MacLean Davasıdır. Bu karardan sonra 1934 tarihli Kanun §18 hükmündeki sorumluluğa dayanarak herhangi bir tazminat davası açılmasına gerek kalmamıştır, Choi/ Pritchard, s. 211.

⁸³⁸ Choi/ Pritchard, s. 188-189.

de bu yönde kişilerin bir tazminat hakkının bulunduğuna işaret etmemişlerdir.⁸³⁹ Dolayısıyla ortaklığın finansal durumuna ilişkin düzenleyeceği belgelerde herhangi bir gerçeğe aykırılık söz konusu olursa, bireysel yatırımcılar, 1934 tarihli Kanun §13(b)(2)(A) hükmüne değil, Kural 10b-5 gibi hileyi düzenleyen hükümlere (*antifraud provisions*) başvurabilir.

1934 tarihli Kanun §9 hükmüyle ulusal borsalarda manipülatif bir işlem yapılması yasaklanmıştır. 1934 tarihli Kanun §9(a)(2) hükmü uyarınca, başkalarının bir menkul kıymeti satın almasını veya satmasını sağlamak amacıyla, bir menkul kıymetin fiyatını gerçek veya yapay bir şekilde kasten artırmak veya azaltmak yasaklanmaktadır, ancak bu hükme aykırı işlem yapanlar aleyhine dava açılabilir. Söz konusu hüküm, 1934 tarihli Kanun §10(b) hükmünün aksine, gerek SEC'e yaptırım yetkisi gerekse de zarar gören yatırımcılara bireysel dava açma hakkını tanımaktadır. Davacı, söz konusu menkul kıymeti manipülasyon dolayısıyla etkilenmiş olan yapay fiyattan ve ulusal borsadan satın alan veya burada satan yatırımcılardır.

Kamuyu aydınlatma sorumluluğunu güçlendiren ve özellikle avukatlar ve muhasebeciler açısından öngörülen ikincil sorumluluk hükümleri de mevcuttur. Yatırımcıyı yanıltan bir ihraççıya kasten yardım edenler veya yatırımcıya doğrudan yanlış bir açıklamada bulunan uzmanlar da ikincil olarak sorumludurlar.⁸⁴⁰ Bunun dışında SEC, her halde kamuya hukuka aykırı açıklamada bulunan ihraççıya yardım eden veya ihraççıyı teşvik edenlere karşı yaptırım mekanizmalarına başvurma yetkisi ve uzmanları Kural

⁸³⁹ Choi/ Pritchard, s. 189. Sadece SEC ve çok ender de olsa Adalet Bakanlığı bu hükmün uygulanması için idari bir yetkiyi kullanmaktadır. SEC'in bu hükmün uygulanmasına ilişkin olarak 2005 ve 2007 tarihleri arasında çalışanlara hisse senedi edindirme hakkını, geriye dönük olarak kullandıran (*backdating*) ortaklıklara karşı dava açtığı bildirilmiştir, Choi/ Pritchard, s. 193.

⁸⁴⁰ Hatta bazı şartların sağlanması halinde muhasebeciler için bu sorumluluğun Rule 10b-5 uyarınca birincil sorumluluk olabileceğine ilişkin bkz. Langevoort (Liability), s. 52.

102(2) uyarınca kontrol altında tutma yetkisine sahiptir ve bunlar, ciddi anlamda caydırıcı mekanizmalardır.⁸⁴¹ Son olarak da federal kanunlar ile federe devletlerin kanunlarının çatıştığı durumlarda hangisinin üstün tutulacağı hususunda 1934 tarihli Kanun §28(f) hükmü, federe devletlerin belirli piyasa hilesi davalarına (*anti-fraud actions*) öncelik tanımaktadır.⁸⁴²

b. Kural 10b-5'e Dayanan Tazminat Davaları

aa. Dava Hakkının Gelişimi

Kural olarak 1934 tarihli Kanun §10(b), bireysel olarak açılan tazminat davalarına imkan verecek bir hüküm barındırmazken mahkemelerin bu hususa yaklaşımları zamanla değişmiştir. Kural 10b-5 hükmü, bireysel tazminat davalarına imkan tanımaktan uzak olmakla beraber SEC tarafından kamu iradesinin uygulanmasını teşvik etmek için getirilmiş bir hükümdür.⁸⁴³ Nitekim doktrinde Kural 10b-5 hükmünün Kongre tarafından kanunlaştırılmayan ancak yargı tarafından süslenen bir sorumluluk hükmü olduğu vurgulanmıştır.⁸⁴⁴ *Kardon* davasında mahkeme, bu hükmün açıkça bireysel tazminata imkan tanıyan bir hüküm olmasa da bir kanun hükmünün ihlalinin yanlış ve hukuka aykırı olduğunu; dolayısıyla bu hususu dava etmenin hukuki olarak

⁸⁴¹ Langevoort (Liability), s. 52 ve 54. SEC, dolandırıcılığa bu şekilde karışmış, halka açık anonim ortaklık yöneticilerinin bir daha yönetici olarak çalışmasını engelleyecek bir kararı mahkemelerden alabilir. Her ne kadar mahkemeler bu kararı verme konusunda çok isteksiz de olsalar, bu tür kararlar (*bar order*) yöneticiler için caydırıcı olabilir.

⁸⁴² Söz konusu hüküm, NYSE, AMEX, Nasdaq veya SEC tarafından bu borsaların kotasyon şartlarına benzerlik gösterdiği kabul edilen başka ulusal borsalara kote edilen ihraççıların menkul kıymetlerine ilişkin federe devletlerin mevzuatında tanıdığı sınıf davalarına üstünlük tanımaktadır. Bkz. LII, 15 U. S. Code, Title 15: Commerce and Trade, Chapter 2B: Securities Exchanges, Section 78bb-§28(f): Effect on Existing Law.

⁸⁴³ Fencher/ Tipton, s. 32; Choi/ Pritchard, s. 210.

⁸⁴⁴ Coffee, J. C.: *Causation By Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo?*, Columbia L. and Eco. 2005, Working Paper No. 264, s. 543. Benzer bir görüş için bkz. U. S. Supreme Court, *Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis& Petigrow v. Gilbertson*, 501 U.S. 350 (1991), s. 359, (<<https://casetext.com/case/lampf-v-gilbertson>>, Erişim Tarihi: 17.02.2019); Choi/ Pritchard, s. 37.

önemli bir hak olduğunu vurgulamıştır.⁸⁴⁵ Sonuç olarak bu davanın unsurları da yargı tarafından belirlenmiş ve zaman içerisinde içtihat hukuku ile beraber bazı kavramlar değişim ve gelişim göstermiştir.

Yatırımcılar, usul hukuku mevzuatında öngörülen sınıf davasından yararlanarak Kural 10b-5 hükmü uyarınca bir tazminat davası açabilir. Sınıf davası, aynı davalıya karşı birden çok davacının benzer bir haksız fiil dolayısıyla meydana gelen zararlarına ilişkin taleplerini yönelttiği, resmi olarak yalnızca bir veya birkaç temsilcinin davacı olarak görüldüğü ve verilen hükmün tüm davacılar için geçerli olduğu bir dava türüdür. Sınıf davası uygulaması, *common law*'un benimsendiği diğer bazı ülkelerde sınıftan çıkma seçeneği (*opt-out procedure*) olmadığı için yaygınlaşmamış olmasına rağmen, ABD'de yoğun bir uygulaması bulunmaktadır. ABD hukukunda davacı yatırımcının sadece söz konusu davaya katılması, hakkında hüküm verilebilmesi için yeterli olmaktadır.⁸⁴⁶ Bu davanın şartları maddi hukuk açısından Kural 10b-5'te belirlenmiş olsa da usul hukuku uyarınca davacının yerine getirmesi gereken bazı şartlar da bulunmaktadır.⁸⁴⁷ Aşağıda bu davanın maddi hukuk açısından koşulları incelenecektir.

⁸⁴⁵ U. S. District Court, E. D. Pennsylvania, Kardon v. National Gypsum Co., 69F. Supp. 512 (E. D. Pa. 1946), s. 514, (<<https://casetext.com/case/kardon-v-national-gypsum-co>>, Erişim Tarihi: 13.10.2018). Herman&MacLean Davası, s. 380, dn. 10'da mahkeme, Kardon davasının, Rule 10b-5 ihlali için tazminat davası hakkı tanıyan ilk dava olduğunu belirtmiştir; nitekim bu tür tazminat davaları, en az 1946 yılından beri uzun yıllardır tanınmaktadır.

⁸⁴⁶ Khoo, s. 86-87.

⁸⁴⁷ Sınıf davaları, ilk olarak 1912 tarihli Equity Rules §38 ile tanınmış, 1938 yılında ise *Federal Rules of Civil Procedure (Title IV. Parties) §23 (Class Actions)* hükmü ile geliştirilmiştir. Bu hükmü göre bir sınıf davasının görülebilmesi için öncelikle söz konusu sınıfın tasdiklenmesi (*certification*) gerekir ve bunun için davanın taşınması gereken bazı özellikler mevcuttur: (i) İlk olarak sınıfı oluşturan kişi sayısının (*numerosity*) davaların birleştirilmesine uygun olması gerekmektedir (“*the class is so numerous that joinder of all members is impracticable*”). (ii) Ayrıca tüm sınıfın hukuki ve fiili ortak sorunlarının bulunması gerekir (“*there are questions of law or fact common to the class*”). (iii) Diğer taraftan sınıfı temsil edecek lider davacı konumundaki kişinin iddia veya savunmalarının, tüm sınıf için tipik olması (*typicality*) gerekir (“*the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims or defenses of the class*”). (iv) Son olarak da lider davacının, sınıfın menfaatlerini dürüstlük ve hakkaniyet kurallarına göre yeterli bir şekilde koruyabilecek niteliklere sahip olması

bb. Davanın Tarafları

aaa. Davacı

Kural 10b-5 uyarınca davacı olarak tazminat davası açabilecek kişiler, hükümlerin mahkemeler tarafından yorumlanmasına bağlı olsa da, mevzuatta iki şekilde sınırlandırılmıştır: İlk olarak Kural 10b-5, davacının belirlenmesi açısından herhangi bir menkul kıymetin satışına ilişkin (‘*in connection with*’) bir hilenin varlığını aramaktadır. İkinci olarak ise PSLRA⁸⁴⁸ ile getirilen adi karineye göre bir sınıf davasındaki lider davacının, o davadaki en büyük finansal çıkarı olan kişi olması gerekir. Mahkemeler, istikrarlı bir şekilde hilenin, menkul kıymetin satışıyla ilişkili olması gerektiğine yönelik şartın, taraflar arasında bir sözleşmeyi gerektirmediğine hükmetmiştir.⁸⁴⁹ Her ne kadar taraflar arasında yapılmış bir sözleşme, ilişkili olma şartını sağlıyor olsa da bu şart için bir sözleşmenin varlığı zorunlu değildir ve mahkemelerin yorumu ile sınırlayıcı olarak getirilen bu şartın kapsamı oldukça genişlemiştir.⁸⁵⁰ PSLRA ile davacı sıfatı için getirilen ikinci kısıtlamada da belirli özellikler bulunmaktadır. Kural 10b-5 hükmüne göre açılacak bir sınıf davasında lider davacı, üç yıllık bir zaman diliminde en fazla beş

(*adequacy of representation*) gerekir (“*the representative parties will fairly and adequately protect the interests of the class*”). Sınıfın tasdikinden sonra sınıf kapsamındaki kişilere bir bildirim (*notice*) yapılarak diğer bazı bilgilerin yanı sıra isterlerse sınıftan ayrılacakları (*opt-out option*) bildirilir. Sonrasında mahkeme davanın esasına girerek ilgili uyuşmazlığı çözmeye yönelik kesin hüküm niteliğinde bir karar tesis eder. Sınıf davasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Donelan, C: *Prerequisites to a Class Action under New Rule 23*, Boston College Law Review 1969, Vol. 10, No. 3, ss. 521-538.

⁸⁴⁸ PSLRA, Pub. L. No. 104-67, 15 U. S.C. §78u-4(b).

⁸⁴⁹ Örneğin bkz. U. S. Court of Appeals, SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833 (2nd Cir. 1968), (<<https://casetext.com/case/securities-exch-com-v-texas-gulf-sulphur>>, Erişim Tarihi: 18.10.2016), davasında mahkeme finansal medya aracılığıyla bir menkul kıymete ilişkin kamuya yapılan gerçeğe aykırı açıklamaların da Kural 10b-5 uyarınca tazminata sebebiyet vereceğini belirtmiştir, s. 858 ve 861.

⁸⁵⁰ Söz konusu ilişkili olma şartı, diğer ortaklıkların menkul kıymetlerini etkileyen gerçeğe aykırı açıklamaları da içine alacak şekilde geniş yorumlanmıştır. Bu noktada, kendisiyle birleşme planlanan ortaklığın değerini etkileyen gerçeğe aykırı açıklamaların da ilişkili olma şartını sağladığına yönelik yorum için bkz. U. S. Court of Appeals, Semerenko v. Cendant Corp. 223 F.3d 165 (3rd Cir. 2000), para. 33, (<<https://casetext.com/case/semerenko-v-cendant-corp>>, Erişim Tarihi: 24.11.2018).

kez lider davacı olabilir; ve lider davacının pay başına alabileceği tazminat, diğer davacılarınkinden fazla olamaz.

bbb. Davalı

Kural 10b-5'e dayanan tazminat davaları açısından davalılar sayma yoluyla belirtilmemiş, onun yerine ilgili kuraldaki şartları sağlayan ve esaslı bir bilgiyi gerçeğe aykırı olarak açıklayan herkes sorumlu tutulmuştur. Buna göre hukuka aykırı açıklamayı şahsen yapanların yanı sıra, söz konusu açıklama metnini hazırlayanlar, açıklamada geçen raporları hazırlayanlar, imzalayanlar ya da bu açıklamaların yapılmasına yardım edenler gibi birçok kişi davalı olabilecektir.

Menkul kıymet hilesine dayanarak açılan davada, davalılar arasında kural olarak kusura dayanan farklılaştırılmış teselsül esasına dayanan sorumluluk bulunmaktadır.⁸⁵¹ Ancak gerçeğe aykırı bilginin açıklanması hususunda ağır kusur sebebiyle kusurlu (*recklessness*) olanlar arasında, davacıyı korumak adına 1934 tarihli Kanun §21D(f) uyarınca müteselsil sorumluluk söz konusudur. 1968 tarihli *Escott* kararında⁸⁵² izahnamede yer alan bilgilerin eksik veya yanıltıcı olması sebebiyle aracı kurumların sorumlu olduğu belirtilmiştir. Karara konu olan olayda *BarChris* ortaklığının piyasaya değiştirilebilir tahvil sunduğu, ancak bunların halka arzı sırasında yanlış veya yanıltıcı bilgilerin kamuya açıklandığı belirlenmiştir. Sonrasında ortaklık iflas ettiği için zarar gören yatırımcının taleplerinden halka arza aracılık eden aracı kurumun sorumlu olacağı hükme bağlanmıştır. Ancak Kural 10b-5'in lafzı, özellikle yardım eden veya teşvik eden kişilere (*aiding and abetting*) karşı dava açma hakkı tanımamakta olduğu için, *Central*

⁸⁵¹ Choi/ Pritchard, s. 324.

⁸⁵² Escott Davası, s. 697.

Bank davasında mahkeme, Kongre'nin bu hususta açık bir düzenleme yapmasının gerekliliğinden bahsetmiştir.⁸⁵³ Kural'daki davalılara bir sınır getirmek adına Kongre de bu davaya, PSLRA §104 hükmü ile yanıt vererek bu tür bir dava hakkı tanımamış ve yardım veya teşvik eden kişilere karşı SEC'in gerek idari yaptırım uygulama gerekse de dava açma yoluyla yaptırım yetkisini kullanmasını düzenlemiştir.⁸⁵⁴

Sınıf davalarında tamamen belirli kişiler üzerinde uzlaşma baskısı oluşturabilmek için davalı olarak gösterilen kişilerin sorumlular arasından seçildiği belirtilmektedir; çünkü bu tazminatlar, nihayetinde ihraççı ortaklığın malvarlığından veya yöneticilerin sorumluluk sigortalarından ödenmektedir.⁸⁵⁵ Üst düzey yöneticilerin, 1934 tarihli Kanun §20(a) hükmü uyarınca hukuka aykırılığı teşvik etmediğini ve iyiniyetle davrandığını kanıtlarsa sorumluluktan kurtulma imkanı bulunmaktadır. Ancak bu imkan, hukuka aykırılığa müdahale etme konusunda ağır ihmal (*recklessness*) gösteren kişilere uygulanmaz. Birçok mahkeme ortaklığın yönetiminde hakim konumdaki kişilerin sorumluluğuna ilişkin bu hükmü ortaklığın günlük işlerini idare eden kıdemli yöneticileri de kapsayacak şekilde genişletmiştir.⁸⁵⁶

⁸⁵³ U. S. Supreme Court, *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A.*, 511 U.S. 164 (1994), s. 176 vd., (<<https://casetext.com/case/central-bank-of-denver-v-first-is-bk-of-denver>>, Erişim Tarihi: 17.12.2018).

⁸⁵⁴ U. S. Supreme Court, *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148 (2008), s. 764, (<<https://casetext.com/case/stoneridge-inv-partners-llc-v-scientific-atlanta-inc>>, Erişim Tarihi: 26.02.2019).

⁸⁵⁵ *Langevoort (Liability)*, s. 54-55, sınıf davalarında ihraççıların üst düzey yöneticilerinin isimleri yer almıyorsa o davada uzlaşma ihtimalinin daha yüksek olduğu belirtilmektedir; *Enriques/ Hertig/ Kraakman/ Rock*, s. 261.

⁸⁵⁶ Bkz. U. S. Court of Appeals, *Wool v. Tandem Computers Inc.*, 818 F.2d 1433 (9th Cir. 1987), s. 1440-1441, (<<https://casetext.com/case/wool-v-tandem-computers-inc>>, Erişim Tarihi: 31.01.2019).

Diğer yöneticiler açısından ise sorumluluktan kaçınmak ve ihraççının itibarını korumak için yeterli oranda özendirici unsur mevzuatta düzenlenmiştir.⁸⁵⁷ Avukatlar ve muhasebecilerin 1933 tarihli Kanunun sorumluluğu düzenleyen §11 hükmünde yer alan bekçi rollerinin, ikincil piyasalar açısından en uygun konumda olmalarından dolayı 1934 tarihli Kanunda da sorumlu kişiler arasında düzenlenmesinin daha uygun ve mantıklı olacağı doktrinde ifade edilmiştir.⁸⁵⁸

Sınıf davalarının sayısını ve genel anlamda da kamuyu aydınlatma kurallarına uyumu artırmak için 1934 tarihli Kanun §13(b)(2)(B) hükmünde yer alan iç muhasebe kontrolüne benzer bir iç kontrol sisteminin dönemsel kamuyu aydınlatmaya da uygulanması gerektiği doktrinde ifade edilmektedir.⁸⁵⁹ Bu tarz bir sistemin getirilmesi halinde bile yöneticilerin gözetim yaparken ihmalkar davranmalarını, hileden sorumlu tutulmaları için yeterli görmek, yöneticilerin sorumluluğunun aşırı şekilde artmasına ve temelsiz davaların açılmasına sebep olabilir.⁸⁶⁰ Dolayısıyla uygulamayı SEC'in faaliyetleri ile sınırlama yolu ve Kongre'nin 1995'te PSLRA ile kanunlaştırdığı farklılaştırılmış teselsülün kullanılması, sınıf davalarında engellenemeyen zararların tazmin edilmesini sağlar ve temelsiz davaların açılması ihtimalini azaltır.⁸⁶¹ Diğer taraftan sermaye piyasasında dolandırıcılığa ilişkin zararların tazminini sınırlandırmak için bir rehber⁸⁶² mevcuttur. Buna göre bir cezai hükmün burada da kullanılmasını savunan bir görüş uyarınca, ihraççı ortaklık, iç mekanizma olarak makul kamuyu

⁸⁵⁷ Langevoort (Liability), s. 56.

⁸⁵⁸ Langevoort (Liability), s. 58.

⁸⁵⁹ Langevoort (Liability), s. 57.

⁸⁶⁰ Nitekim ortaklığın yöneticilerinin esaslı bir şekilde hukuka aykırı bir bilgiyi kamuya açıkladıklarına dair oldukça sınırlı bir kanıt gösteren her yatırımcı dava açabilir, Choi/ Pritchard, s. 37.

⁸⁶¹ Choi/ Pritchard, s. 215; Langevoort (Liability), s. 57.

⁸⁶² Söz konusu Rehber, *Organizational Sentencing Guidelines* olarak adlandırılmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. <<https://www.uscc.gov/guidelines/organizational-guidelines>> (Erişim Tarihi: 12.09.2019).

aydınlatma usullerinin uygulandığını kanıtlarsa sorumlu olacağı tazminat miktarı sınırlandırılabilir.⁸⁶³

cc. Sınıf Davasının Şartları

aaa. Hukuka Aykırı Yapılan veya Hiç Yapılmayan Açıklamanın Esaslı Olması (Materiality)

Kural 10b-5 uyarınca açılacak sınıf davasının şartları, *common-law* hile davasının şartlarına oldukça benzerdir.⁸⁶⁴ Kural 10b-5'e göre açılacak hile davasının ilk şartı, esaslı bir bilginin, yanlış, yanıltıcı veya eksik açıklanmasıdır.⁸⁶⁵ Esaslılığın ne anlama geldiği ise Kural 405'te bir menkul kıymetin alınmasına ilişkin verilecek yatırım kararında, yatırımcının büyük ihtimalle önemseyeceği bilgiler olarak açıklanmıştır.

Ortaklıklar, üçüncü kişiler tarafından yapılan gerçeğe aykırı açıklamaları, olumlu bir tavırla onaylamadıkları sürece sonrasında bu açıklamayı düzeltmek zorunda değildir. Geleceğe yönelik tahminler açısından ise 1934 tarihli Kanun §21E hükmü ve içtihatlarla geliştirilen doktrin (*bespeaks caution doctrine*)⁸⁶⁶ uyarınca, bu tahminleri içeren açıklamalar, anlamlı ve uyarıcı açıklamalar da içeriyorsa ve yatırımcıya sağlanan

⁸⁶³ Langevoort (Liability), s. 57-58.

⁸⁶⁴ Hatta *common-law* hilesi davasının şartlarını birçok noktada doğrudan yansıttığına yönelik olarak bkz. Choi/Pritchard, s. 468.

⁸⁶⁵ Esaslılığa ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. aşağı. Türk hukukunda sermaye piyasası mevzuatı uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun koşullarına ilişkin "Hukuka Aykırı Eylem" başlığı altındaki açıklamalar.

⁸⁶⁶ Diğer bir deyişle, açıklamalardaki uyarıcı dil, söz konusu bilgiyi esaslı bilgi olmaktan çıkarmaktadır, U. S. Court of Appeals, *In re Donald J. Trump Casino Sec. Lit.*, 7 F.3d 357 (3rd Cir. 1993), s. 371-372, (<<https://casetext.com/case/in-re-donald-j-trump-casino-securities-lit>>, Erişim Tarihi: 29.03.2019); Spindler, s. 1198, dn. 26.

belgelerde açıklanan bilginin tamamını (*total mix of information*) etkilemiyorsa, sorumluluk doğurmazlar.⁸⁶⁷

bbb. Hile Kastının Bulunması (Scienter)

PSLRA ile getirilen 1934 tarihli Kanun §21D(b)(2)'deki düzenleme uyarınca, bir davacı, davalının kusurunun olduğuna yönelik çıkarımını destekleyecek delil niteliğindeki belirli olguları (*particularity facts*) kanıtlamalıdır. Buradaki hile, öncelikle, bilgi sahibi olmak (*knowledge*) anlamına gelse de Federal Yüksek Mahkemenin *Ernst&Ernst* kararından sonra, mahkemeler ağır ihmalin (*recklessness*) de Kural 10b-5'teki kast şartını karşıladığına karar vermiştir.⁸⁶⁸ Ancak tüzel kişi olan ortaklığın hile kastının bulunduğu, sadece ortaklığın organının üyesi olan gerçek kişiler üzerinden kanıtlanabilir, dolayısıyla hile kastının, söz konusu açıklamayı yapan gerçek kişi yöneticiler açısından aranması gereken bir şart olduğu da ileri sürülmektedir.⁸⁶⁹

ccc. Gerçeğe Aykırı Bilgiye Güvenme (Reliance)

Davacı yatırımcının, kamuya açıklanan belgeye güvenmiş olması ve buna göre yatırım kararı almış olması gerekmektedir. Ancak sorumluluk davalarında zarar gören

⁸⁶⁷ Choi/ Pritchard, s. 477. Bu husustaki en önemli dava TSC Industries davasıdır ve burada esaslı bilgi, makul yatırımcının yatırım kararı verirken önemseyeceği bilgi olarak tanımlanmıştır, çünkü esaslı bilgi, var olan toplam bilgiyi büyük oranda değiştirebilecek kadar önemlidir, bkz. 426 U.S. 438.

⁸⁶⁸ U. S. Supreme Court, *Ernst&Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976), (<<https://casetext.com/case/ernst-ernst-v-hochfelder>>, Erişim Tarihi: 09.01.2019). Burada ilk kez, Hakim Powell, hukukun birçok alanında ağır ihmalin (*recklessness*), kastın kapsamında olduğunu, ancak önündeki dava açısından Mahkemenin bu sorunu çözmek zorunda olmadığını belirtmesi üzerine tüm daireler bu yoruma uygun olarak karar vermeye başladılar, bkz. s. 195, dn. 12.

⁸⁶⁹ *Southland Sec. Corp. INSpire Ins. Solutions, Inc.*, 365 F.3d 353 (5th Cir. 2004), s. 367; karş. bazı mahkemeler, ortaklık içinde genel olarak yöneticilerin veya çalışanların esaslı bilginin gerçeğe aykırı açıklandığını bilmelerini (*collective scienter*) yeterli kabul etmiştir, bkz. *Makor Issues&Rights Ltd. V. Tellabs Inc.*, 513 F.3d 702 (2008), s. 711.

davacının kamuya açıklanan yanıltıcı bilgiye güvenerek söz konusu menkul kıymete ilişkin işlem yapmış olması şartı arandığı için davacı sayısı sınırlanmaktadır.⁸⁷⁰

ABD yargı kararlarında bir dönem benimsenen ve ekonomi biliminde öne sürülen etkin piyasa teorisi (*efficient market theory*) kaynaklı piyasa hilesi teorisine göre (*fraud-on-the-market theory*) yatırımcıların izahnameyi okudukları ve orada bulunan gerçeğe aykırı bilgilere güvendiği mahkemeler tarafından karineten kabul edilmekteydi (*presumptive reliance*). Doktrinde çokça eleştirilen bu karine, Federal Yüksek Mahkeme'nin 2015 tarihli bir kararında⁸⁷¹ yeniden gündeme gelmiş ve mahkeme tarafından doğrudan reddedilmemiştir. Ancak bu teorinin uygulanabilmesi için davacının öncelikle piyasanın etkin bir piyasa olduğunu kanıtlaması gerekmektedir.⁸⁷² Bunun için de davacının, en temel şekliyle hukuka aykırı bilginin piyasadaki fiyatları etkilediğini ve bu bilginin zarara sebep olduğunu kanıtlaması yeterli görülmüştür.⁸⁷³ Ancak bu basitleştirme tekniği, etkin piyasa kavramının anlamını genişletip davacıların güvenme unsurunu daha kolay kanıtlayabilmelerine yol açmıştır.⁸⁷⁴ Her ne kadar mahkemenin bu teori ve karine hakkında bir süre daha yorumda bulunacağı öngörülmesine de davalıların fiyat etkisine yönelik sorunu celselerde değil de; sınıfın tasdiki aşamasında ele almalarına izin verdiği için eleştirilmiştir.⁸⁷⁵

⁸⁷⁰ Nitekim literatürde bu tür davaların aşırı kullanımının kamu yararı açısından zararlı olduğu düşünülmektedir, Fencher/ Tipton, s. 42 ve 53.

⁸⁷¹ Halliburton II Davası.

⁸⁷² Halliburton II Davası, s. 2413. Yine de 'etkin piyasa' kavramından ne anlaşılması gerektiği doktrinde tartışmalara sebep olmaktadır, bkz. Miller, G.: *The Problem of Reliance in Securities Fraud Class Actions*, Arizona L. Rev. 2015, V. 57, s. 65.

⁸⁷³ Halliburton II Davası, s. 2410.

⁸⁷⁴ Miller, s. 65.

⁸⁷⁵ Halliburton II Davası, s. 2417; Miller, s. 61-62. Sınıf davasına ve bu davanın esaslarına ilişkin kısa bir bilgi için bkz. yuk. Kural 10b-5'e Dayanan Tazminat Davalarına ilişkin "Dava Hakkının Gelişimi" başlığı altındaki açıklamalar.

Dolandırıcılık davalarının güven ve nedensellik bağı gibi bazı unsurlarının yargı tarafından geliştirilmiş bazı karinelerle kolaylaştırılması sonucunda sorumluluk davasının zamanla eziyetli bir dava haline geleceği ve ihraççıların ciddi bir tazminat yükümlülüğüne maruz kalacağı endişesi oluşmuştur.⁸⁷⁶ Bunun sonucunda 1934 tarihli Kanun §10(b) hükmünün ihlalinin hukuki yollarla önceki gibi kolay bir şekilde dava edilmesini hem mahkemeler hem de Kongre engellemiştir.⁸⁷⁷ Tazminat davalarına ilişkin PSLRA ile bazı sınırlamalar getirilmiş ve gerçeğe aykırı bilgiye güvenme gibi standartlar güçlendirilmiştir.⁸⁷⁸ Bu şart, aynı zamanda işlem nedenselliği (*transaction causation*) olarak da adlandırılmaktadır ve güven şartı, yatırımcının kamuya açıklanan hukuka aykırı esaslı bilgiden haberdar olmasını, o bilgiyi okumasını ve o bilgiye güvenerek işlem yapmasını gerektirir.⁸⁷⁹

Diğer taraftan Federal Yüksek Mahkeme, *Affiliated Ute* davasında, eksik bilginin esaslı bir bilgi olması durumunda güven şartının karineten var kabul edileceğine;⁸⁸⁰ *Basic* davasında ise piyasa hilesi teorisi uyarınca piyasaya hukuka aykırı bilginin açıklanması veya hiç açıklama yapılmaması durumunda güven şartının karineten kabul edileceğine karar vermiştir.⁸⁸¹ Bu davadan sonra piyasadaki hukuka aykırı açıklamanın ihraççı tarafından yapılmasına bile gerek kalmadan, herhangi bir sermaye piyasası

⁸⁷⁶ Choi/ Pritchard, s. 214; Langevoort (Liability), s. 51.

⁸⁷⁷ Fencher/ Tipton, s. 33.

⁸⁷⁸ Arganbright, J.: *No Loss, No Problem How the Second Circuit Altered Dura and the Concept of Economic Loss in Securities Fraud Cases in Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings, Ltd.*, Seton Hall L. Rev. 2014, V. 44, s. 282.

⁸⁷⁹ Ancak davacı olarak SEC, açıklanan hukuka aykırı bilgiye güvendiğini veya herhangi bir yatırımcının bu bilgiye güvendiğini kanıtlamak zorunda değildir.

⁸⁸⁰ U. S. Supreme Court, *Affiliated Ute Citizens of Utah v. U.S.*, 406 U.S. 128 (1972), s. 154-155, (<<https://casetext.com/case/affiliated-ute-citizens-of-utah-v-united-states-8212-78>>, Erişim Tarihi: 19.10.2017).

⁸⁸¹ *Basic Davası*, s. 246-247.

kurumunun bir menkul kıymete ilişkin hukuka aykırı açıklama yapması halinde piyasa hilesi teorisi uyarınca Kural 10b-5'teki sorumluluğun güven şartı sağlanmış olacaktır.⁸⁸²

Lampf davasında mahkeme, hukuka aykırı olarak yapılan bir açıklamaya güvenerek bir menkul kıymet satın alan veya satan yatırımcıların, 1934 tarihli Kanun §18 hükmü uyarınca zararlarının tazmin edileceğini belirtmiştir.⁸⁸³ Ancak bu hükümde hukuka aykırı yapılan açıklamaya güvenme unsuru, *common law* tarafından da tanımlanan ve piyasa fiyatlarının bütünlüğüne duyulan güvenden tamamen farklı olan geleneksel güven (*reliance*) kavramıdır.⁸⁸⁴ *Blue Chip* davasında mahkeme, bu hüküm uyarınca sorumluluk davası açılabilmesi için davacının, dava konusu menkul kıymetin gerçekten alıcısı veya satıcısı konumunda bulunması gerektiğine hükmetmiştir.⁸⁸⁵ Mahkemenin bu kararda benimsediği ve oldukça dar olan alıcı-satıcı tanımını, Kongre de 1995 yılında PSLRA ile yasalaştırmıştır.⁸⁸⁶ Davacının bireysel olarak kamuya yapılan açıklamayı bildiğini veya açıklama yapılmaması durumunda bu hususu bildiğini; yanlış veya eksik yapılan açıklamaya veya hiç açıklama yapılmamasına güvendiğini kanıtlaması gerekmektedir.

⁸⁸² U. S. Court of Appeals, *In re Saloman Analyst Metromedia Litigation*, 544 F.3d 474 (2nd Cir. 2008), (<<https://casetext.com/case/in-re-salomon>>, Erişim Tarihi: 21.01.2019) davasında mahkeme Basic kararını yorumlayarak bu sonuca ulaşmıştır (bkz. s. 482), ancak karş. kamuyu ayadınlatmaya yönelik bir yükümlülüğü olmayan üçüncü kişilerin açıklamalarının güven şartını sağlamak açısından yeterli olmayacağına yönelik Stoneridge Davası, s. 771.

⁸⁸³ Bkz. *Lampf Davası*, s. 360 vd.

⁸⁸⁴ Coffee, s. 544, yazar burada ayrıca, geleneksel güven kavramının, piyasada hile teorisinde var olan piyasa fiyatlarının bütünlüğüne güvenme unsurunun uygulanmasını engelleyeceğini; bu teoride karineten kabul edilen nedensellik bağının geçersiz olacağı için kanıtlanılması gerektiğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla *Basic* davasında mahkemece kabul edilen güven kavramını ve farazi nedensellik bağının aslında mahkemece dayanılan Kural 10b-5'te yer almadığını vurgulamaktadır.

⁸⁸⁵ Bkz. U. S. Supreme Court, *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975), s. 737, (<<https://casetext.com/case/blue-chip-stamps-v-manor-drug-stores>>, Erişim Tarihi: 16.10.2017).

⁸⁸⁶ Fencher/ Tipton, s. 33; Eisenberg, M./ Cox, J.: *Business Organizations: Cases and Materials*, 11. Edition, Foundation Press, 2014, s. 866.

ççç. *Saf Malvarlığı Zararı (Economic Loss)*

PSLRA, Kural 10b-5'e dayanan tazminat davasının bir şartı olarak ekonomik zararı açıkça öngörmese bile Federal Yüksek Mahkeme, *Dura* kararında⁸⁸⁷ bunu ayrı ve temel bir şart olarak değerlendirmiştir. Zarar şartı, zarar nedenselliği şartı ile birbirine bağlıdır; çünkü davacı yatırımcı öncelikle ekonomik bir zarara uğradığını ve sonra da uğradığı zararın hukuka aykırı yapılan açıklama sonucu değişen fiyatlardan kaynaklandığını kanıtlamalıdır.⁸⁸⁸ Davacı ayrıca menkul kıymetin fiyatında, söz konusu yanlışlıktan, eksiklikten veya gerekli açıklamanın hiç yapılmamasından kaynaklanan artış veya azalış sonucu gerçekleşen zararının miktarı ile bu hukuka aykırılık olmasaydı gerçekleşecek borsadaki genel değişim miktarını davada birbirinden ayırt etmelidir.⁸⁸⁹

Kural 10b-5'e dayanan tazminat davalarında zararın belirlenmesinin ölçütü, haksız fiil hukukunda da (*tort law*) geleneksel olarak kullanılan fark (*out of pocket*) ölçütüdür.⁸⁹⁰ Bu standarda göre örneğin pay bedeli olarak payın gerçek değerinden fazla bir miktarı ödediği hallerde, zarara uğrayan yatırımcı sadece ödediği bu fazlalığı tazmin edebilir. Burada zarar, bir menkul kıymete ödenen fiyat ile bunun satın alma tarihindeki gerçek değerinin arasındaki farktan, o aracın güncel fiyatı ve satıldığı tarihteki gerçek değeri arasındaki farkın çıkarılması ile bulunan değerdir.⁸⁹¹

⁸⁸⁷ U. S. Supreme Court, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v Michael Broudo*, 544 U.S. 336 (2005), s. 341-342, (<<https://casetext.com/case/dura-pharmaceuticals-inc-v-broudo-5>>, Erişim Tarihi: 14.12.2016).

⁸⁸⁸ *Arganbright*, s. 282.

⁸⁸⁹ *Fencher/ Tipton*, s. 33; *Nielson/ Prowse*, s. 19; ayrıca bkz. U. S. District Court, D. New Jersey, *In re Intelligroup Sec. Lit.*, 468 F. Supp. 2d 670 (D.N.J. 2006), (<<https://casetext.com/case/in-re-intelligroup-securities-litigation-2>>, Erişim Tarihi: 19.05.2018).

⁸⁹⁰ ABD haksız fiil hukukunda (*tort law*) kabul edilen geleneksel zarar ölçütüne göre yapılan hesaplama, 1943 tarihli Kanun §10(b) hükmüne dayanarak açılan davalarda uzun zamandır uygulanmaktadır, *Nielsen, P./ Prowse, S.: Securities Litigation Dura's Impact on Damages*, Insights 2008, V. 22, N. 7, s. 16.

⁸⁹¹ *Nielson/ Prowse*, s. 16; *Choi/ Pritchard*, s. 318-319.

Kural 10b-5'teki sorumluluk için öngörülen yaptırımların, sosyal maliyetler sebebiyle zarardan daha ağır olması gerektiğine ilişkin doktrinde görüşler bulunmaktadır.⁸⁹² Mahkemeler, hazırlararası sözleşmeler uyarınca talep edilen zararlar açısından eski hale getirmeye kadar uzanan geniş takdir yetkisi kapsamında bir zarar ölçüğü benimsemektedir.⁸⁹³ Ancak 1934 tarihli Kanun §28(a) hükmü, piyasa hilesindeki zarara ilişkin talepleri, fiili zararın (*actual damages*) tazmin edileceğini belirterek sınırlandırmakta olduğu için, mahkemeler cezalandırıcı bir zarara (*punitive damages*)⁸⁹⁴ hükmetmemektedir.

ddd. Zarar Nedenselliği (Loss Causation)

Yatırımcının piyasadaki hukuka aykırı bilgiye güvendiği ve buna dayanarak yatırım kararı verdiği olguları arasındaki nedensellik bağı, güven unsuru olarak (*reliance*) adlandırılır. Her ne kadar güven unsuru açısından piyasa hilesi teorisinde kabul edilen bazı kolaylıklar geçerli olsa da, zarar nedenselliği unsuru açısından *common law* kurallarına sadık kalınmıştır. Kural 10b-5 uyarınca sorumluluğun doğabilmesi için hukuka aykırı bilginin açıklanması veya yapılması gereken açıklamanın hiç yapılmaması sonucunda yatırımcının bir zarara uğramasına ilişkin nedensellik bağının da (*loss causation*) ispatlanması gerekir.

Kural 10b-5 uyarınca açılacak tazminat davalarında zarar ile hukuka aykırı açıklama arasındaki nedensellik bağı, haksız fiil hukukunun ilkelerine (*tort principles*)

⁸⁹² Choi/ Pritchard, s. 319.

⁸⁹³ Choi/ Pritchard, s. 320. Eski hale getirme (*restitution*) kapsamında zarar gören davacının durumu, zarar verici olay meydana gelmeden önceki haline döndürülmelidir. Diğer taraftan mahkemenin hükmedeceği en dar kapsamlı zararda, davacı yatırımcının bir menkul kıymeti aldığı fiyat ile sattığı fiyat arasındaki fark dikkate alınmaktadır.

⁸⁹⁴ Kural olarak cezalandırıcı zarara, common-law hilesine dayalı açılan davalar açısından hükmedilmektedir, Choi/ Pritchard, s. 323.

dayanmaz. 1974'lü yıllardan beri Kural 10b-5'e dayalı tazminat davalarında mahkemeler tarafından içtihatlarla geliştirilen zarar nedenselliği şartı, açık bir şekilde 1995 yılında PSLRA ile yasalaştırılmıştır. Ancak bu kanun ile zarar nedenselliğine ilişkin usul hukuku mevzuatında öngörülen standardın yükseltilip yükseltilmediği net değildir.⁸⁹⁵ PSLRA ile açık bir şekilde,⁸⁹⁶ Kural 10b-5 hükmüne dayanan tazminat davalarının şartı olarak düzenlenen zarar nedenselliği uyarınca, davalının sorumluluğu, kamuya açıklanan bilginin yanlış olduğunu bildiği hallerle sınırlıdır ve ayrıca davacı zararına ilişkin nedensellik bağına kanıtlamalıdır. Bu tür nedensellik bağına kanıtlanması, davacı yatırımcı tarafından, kamuya açıklanan hukuka aykırı bilgiler sonucunda değişen fiyatların zarara sebep olduğunun kanıtlanmasıdır.

Zarar nedenselliğinin kanıtlanması, zarara hukuka aykırı yapılan açıklamanın sebep olduğunun gösterilmesi ile mümkün iken; yatırımcının, zararının tek sebebinin bu hukuka aykırılık olduğunu değil, en büyük veya en önemli sebebinin ihraççının hukuka aykırı açıklaması olduğunu kanıtlanması yeterlidir.⁸⁹⁷ Esaslı bir hukuka aykırı açıklama ile ekonomik zarar arasındaki bu nedensellik bağı çoğu kez davacı yatırımcının, düzeltici açıklamayı, sonrasındaki fiyatların düşüşünü ve son olarak da bu düşüşe sebep olabilecek diğer olasılıkların gerçekleşmediğini kanıtlanması ile kurulmaktadır.⁸⁹⁸ Ancak

⁸⁹⁵ Arganbright, s. 282. Nitekim Kural 10b-5'e dayanan bir tazminat davası açıldığında davacının, nedensellik bağına, FRCP-Kural 9(b) uyarınca belirli delillerle mi kanıtlayacağı (*pleading with particularity*) yoksa FRCP-Kural 8(a)(2) uyarınca inandırıcı deliller mi sunacağı (*pleading with plausibility*) hususunda mahkemeler de görüş birliğine varamamıştır, Choi/ Pritchard, s. 288-289. Ancak Federal Yüksek Mahkeme, Halliburton II davasında, dava görülmeye başlanmadan sınıfın tasdiki aşamasında (*class certification*) nedensellik bağına kanıtlanmasını arayan temyiz mahkemesinin kararını bozmuştur. Zarar gören yatırımcının, davanın ilk aşamasında nedensellik bağına varlığına ilişkin inandırıcı deliller sunması yeterlidir, bkz. Halliburton II Davası, s. 2407.

⁸⁹⁶ 15 U. S.C. §78u-4(b)(4), (2010).

⁸⁹⁷ Eisenberg, J. N.: Litigating Securities Class Actions, LexisNexis 2018, 2. Bölüm §2.06 [1].

⁸⁹⁸ U.S. Court of Appeals, FindWhatInvestor Group v FindWhat.com, 658 F.3d 1282, s. 1311, n. 38 (11st Cir. 2011), (<<https://casetext.com/case/findwhat-investor-group-v-findwhatcom>>, Erişim Tarihi: 12.05.2017).

düzeltilici açıklama olmaksızın, gerçeğe uygun doğru bilginin başka açıklamalar arasında piyasaya yavaş yavaş girmesi halinde zarar nedenselliğini kanıtlamak oldukça zor olacaktır. Çünkü bu durumda piyasada fiyatların açıklanan hangi bilgiye tepki olarak değiştiğini ayırt edebilmek ve bunu ispatlamak zordur.⁸⁹⁹

B. Avrupa Birliği Hukukunda

1. Kamuyu Aydınlatma Yönergesine Göre Finansal Raporlara İlişkin

Sorumluluk

Finansal raporların hazırlanması ve kamuya açıklanmasından doğan sorumluluğun en azından ihraççı, ihraççının yönetim veya gözetim kurulu üyelerinde olması gerektiği Kamuyu Aydınlatma Yönergesi⁹⁰⁰ m. 7’de belirtilmiştir. Bu hüküm dışında, sorumluluğa ilişkin herhangi bir hüküm yer almasa da bazı üye ülkeler, bu hükmü ulusal mevzuatına aktarırken gerçeğe aykırı finansal raporların kamuya açıklanmasından kaynaklanan sorumluluğun kimde olacağına ilişkin özel bir düzenleme de öngörmüştür.

Birleşik Krallık, FSMA §90A’da kast veya ağır ihmal halinde gerçeğe aykırı bilgi verilmesi durumunda bir sorumluluk öngörmektedir. Ancak Almanya da dahil olmak üzere birçok üye ülke, finansal raporların gerçeğe aykırı olmasından doğan sorumluluk konusunda özel bir düzenleme öngörmemektedir. Dolayısıyla bu konuda genel hükümlerdeki sorumluluk düzenlemelerinin uygulanıp uygulanmayacağı, uygulansa bile bu düzenlemelerin, Kamuyu Aydınlatma Yönergesinin öngördüğü

⁸⁹⁹ Choi/ Pritchard, s. 287-288.

⁹⁰⁰ 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.

kurallara uygun olup olmadığı tartışılmalıdır.⁹⁰¹ Sonuç olarak gerçeğe aykırı finansal raporlardan doğan hukuki sorumluluk konusundaki yaptırımlar AB üye ülkeleri arasında oldukça farklılık göstermekte ve sorumluluğa ilişkin AB çapında özel bir düzenleme yapılması gerekmektedir.

2. MAR Hükümlerine Göre İçsel Bilgiye İlişkin Sorumluluk

MAR'da⁹⁰² içsel bilginin açıklanmasından kaynaklanan cezai veya hukuki sorumluluğa ilişkin doğrudan bir hüküm olmadığı için üye devletler ulusal mevzuatında sorumluluğu düzenleyip düzenlememekte serbesttirler.⁹⁰³ Diğer taraftan en düşük seviyede de olsa üye devletler arasında uyumu sağlamak için içsel bilgiye ve bilgi suistimaline ilişkin cezai sorumluluğu düzenleyen bazı yönergeler mevcuttur.⁹⁰⁴ Yatırımcı ile ihraççı arasında bir ilişkinin olduğu hallerde, sorumluluk sözleşmesel sorumluluk hükümlerine göre belirlenirken, herhangi bir hukuki ilişkinin olmadığı hallerde, bu husustaki sorumluluk, haksız fiil hukukuna veya üye ülkelerdeki özel hükümlere göre değerlendirilir. Dolayısıyla bu hususta AB çapında oluşan herhangi bir uyum söz konusu olmadığı gibi üye devletler bazında değişik uygulamalar mevcuttur.

⁹⁰¹ Brinckmann, s. 339, para. 69.

⁹⁰² 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.

⁹⁰³ Koch, s. 380, para. 102.

⁹⁰⁴ Örneğin bkz. Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive).

3. İzahname Tüzüğüne Göre İzahnameye İlişkin Sorumluluk

İzahname Yönergesi⁹⁰⁵ m. 6'da öngörülen sorumluluk sistemi oldukça genel olduğu ve belirli hususlar üye ülkelerin yasalarına bırakıldığı için AB çapında hukuki bir birlik sağlanamamıştı ve üye ülkelerin ulusal mevzuatında oldukça farklı düzenlemeler yer almaktaydı. Örneğin, sorumluluğun nedeni ve türü; nedensellik bağı; sorumluluğa ilişkin sınırlamalar; taleplerin kapsamı ve dava açmaya yetkili kişiler konusunda ulusal düzenlemeler birbirinden farklılık göstermekteydi.⁹⁰⁶ Almanya, Birleşik Krallık, İspanya, İtalya ve Avusturya, ulusal mevzuatında sorumluluk konusunda özel hükümler öngörmüş olmalarının yanı sıra genel hükümlerdeki sorumluluk hükümlerinden de yararlanırken Fransa ve İsveç başta olmak üzere bazı ülkeler sadece genel hükümlerdeki sorumluluk hükümlerine dayanmaktaydı.⁹⁰⁷ Sonrasında çıkarılan İzahname Tüzüğü⁹⁰⁸ ile sorumluluk aynı şekilde düzenlendiği için söz konusu uyumsuzluklar ortadan kalkmıştır.

İzahname Tüzüğü m. 11'de, izahnameden doğan sorumluluğun konusu üye ülkelerin tasarrufuna bırakılmış olsa da bu sorumluluk genel hatlarıyla düzenlenmiştir. İzahnamedeki bilgilerden doğan sorumluluğun kime ait olduğu asgari bir şekilde belirlenmiş olup bu sorumluluk en azından ihraççıya, ihraççının idari, yönetim veya gözetim kurulu üyelerine, halka arz edene, garantörlere veya borsada işlem görme

⁹⁰⁵ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 04 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.

⁹⁰⁶ Mattil/ Möslein, s. 30.

⁹⁰⁷ Almanya için bkz. §§8 et seq WpPG; Birleşik Krallık için bkz. §90 FSMA; İspanya için bkz. Madde 28 LMV; İtalya için bkz. Madde 97(7) TUF ve Avusturya için bkz. §11 KMG; Veil (European Law), s. 301.

⁹⁰⁸ 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.

başvurusunda bulunana yükletilmelidir. Bu maddede sorumlular sayma yoluyla belirlenmiş ve Türk sisteminden farklı olarak ihraççı ve yönetim kurulu üyelerinin dereceli sisteme göre sorumlu olması engellenmiş ve bu kişiler seçimlik sorumlu olarak öngörmüştür.⁹⁰⁹ Yine İzahname Tüzüğü m. 11’de, 6362 sayılı SPK’nın m. 10’dan farklı olarak borsada işlem görme başvurusu yapan kişiler de sorumlular arasında sayılmıştır.

İzahname Tüzüğü m. 11’de düzenlenen sorumluluğun müteselsil olup olmadığı hakkında da herhangi bir düzenlemeye veya bir ilkeye yer verilmemiştir. Ancak izahnameden sorumlu olacak kişilerin kimliklerinin, unvan ve görevlerinin; kendi bilgilerine göre izahnamede yer alan bilgilerin gerçeğe uygun olduğuna dair beyanları açık bir şekilde izahnamede yer alması gerekmektedir.

İzahname Tüzüğü m. 7(2)’de yer alan ve izahnamenin özet bölümünden doğan başka bir sorumluluk bulunmaktadır. Özetle verilen bilgilerin, gerçeğe uygun, adil, açık ve anlaşılır olması ve izahnamenin diğer bölümlerindeki bilgilerle uyumlu olması gerekir. Aksi halde, kanun koyucunun tek başına özeti sorumluluğa yol açmasını istemediği açıkça anlaşılabilir,⁹¹⁰ izahnamenin diğer kısımlarıyla birlikte okunduğunda özetteki bilgilerin, yanlış, yanıltıcı, eksik veya uyumsuz olması halinde veya yatırım kararı alınmasına yardımcı olacak esaslı bilgileri içermemesi halinde hukuki sorumluluk doğacaktır. Özetle yer alan çeviri hataları veya basit hatalardan dolayı sorumluluğun doğmayacağı konusunda üye ülkeler mevzuatına uygun kuralları koymak zorundadır.

Sorumluluğun konusuna ilişkin olarak yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi içeren izahnamenin, İzahname Tüzüğüne aykırı bir izahname olduğu söylenebilir. Gerçeğe

⁹⁰⁹ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 126-127.

⁹¹⁰ Bengtzen, M.: *EU and UK Investment Disclosure Liability At Cross Purposes*, CMLJ 2016, V. 11, N. 3, s. 435.

uygun olmayan izahname yanlış bilgi içermekteyken; İzahname Tüzüğüne kapsamı gereken bilgilerin tamamını içermeyen izahname, eksik bilgi içermektedir. Hukuka aykırı izahname konusunda en çok karşılaşılan örnek, izahnamede yanlış veya yanıltıcı bir bilançoya atıf yapılması durumudur.⁹¹¹ Ayrıca Alman hukukunda sorumluluğun doğabilmesi için, örneğin Gözetim Kurulunun bir işlemi onaylaması halinde o işlemin gerçekleşmesinin yeterince kesin olduğu durumdaki gibi, izahnamedeki bir bilginin ilk bakışta yanlış olduğunun anlaşılması durumunda da izahnamedeki bilginin yanlış olduğuna hükmedilmiştir.⁹¹²

Diğer bir husus da, izahnamelerde geleceğe ilişkin tahminlerin veya değerlendirmelerin yer alması durumunda izahnamede beklenenden farklı bir olayın gerçekleşmesi halinde sorumluluğun doğup doğmayacağıdır. Bu kısımda yer alan risk faktörlerine ilişkin bölüm, pratikte izahnamenin yanıltıcı olduğuna dair iddia edilecek muhtemel hukuki sorumluluğa karşı ‘ilk savunma hattı’ olarak görülmektedir.⁹¹³ Bu hususta Alman hukukunda geleceğe yönelik olay veya durumlara ilişkin tahmin veya değerlendirmeler, makul olmadığı veya gerçeklere dayanmadığı sürece, izahnamenin yanlış olduğu kabul edilmektedir.⁹¹⁴ Bu doğrultuda BGH, ihraççının geleceğe yönelik olarak izahnamede yapmış olduğu tahminlerden dolayı, eğer bu değerlendirmelerdeki ilgili gerçekler ticari olarak haklı öngörülere dayanıyorsa, ihraççının sorumlu tutulamayacağını belirtmiştir.⁹¹⁵ Birleşik Krallık’ta ise bu nitelikteki öngörüler için bazı *common law*

⁹¹¹ Veil (European Law), s. 302.

⁹¹² OLLG Frankfurt am Main, ZIP (2012), s. 1236 vd.

⁹¹³ Franx, s. 304.

⁹¹⁴ OLG Frankfurt am Main, WM (1998), s. 1181, 1184.

⁹¹⁵ BGH, II ZR 175/81, Beton- und Monierbau AG (BuM) Urteil, 12. Juli 1982, s. 23 vd., (<https://www.prinz.law/urteile/bgh/II_ZR_175-81>, Erişim Tarihi: 16.08.2017).

örnekleri verilerek durum somutlaştırılmaya çalışılmıştır.⁹¹⁶ Sonuçta mahkemeler geleceğe yönelik olay ve durumlara ilişkin ihraççıların sorumlu olup olmadıklarını, ilgili öngörü ve tahminlerin haklı gerekçelerinin kanıtlanmasına göre belirler.

İzahname sorumluluğunda tazminata hükmedilmesi ve özellikle yatırımcı olarak halihazırdaki pay sahiplerine ihraççı ortaklıklar tarafından ödeme yapılması, söz konusu tazminat sorumluluğu ile AB'nin sermayenin korunması rejimine ilişkin hükümlerinin ne kadar uyumlu olduğuna yönelik tartışmalara yol açmıştır.⁹¹⁷ Alman hukuk doktrinindeki baskın görüş, borsa hukukuna ilişkin hükümlerin, sermayenin korunmasına ilişkin hükümlerden sonra yürürlüğe girdiğini ve izahname sorumluluğu kurallarının öncelikle uygulanması gerektiğini düşünmektedir.^{918,919} 2017/1132 sayılı Yönerge m. 56(1) uyarınca kar dağıtımını dışında sermayenin iadesi yasağı mevcuttur.⁹²⁰ Dolayısıyla hukuka aykırı izahnameden doğan tazminat sorumluluğunun, sermayenin iadesi yasağı kapsamında olmayacağı yorumuna kuşkuyla yaklaşan yazarlar da mevcuttur.⁹²¹ Ancak ECJ, ihraççının pay alım sözleşmesi ile pay sahibine karşı belirli yükümlülüklerinin doğduğu, izahnamedeki hukuka aykırı bilgilerden doğan tazminat

⁹¹⁶ Veil (European Law), s. 303-304.

⁹¹⁷ Veil (European Law), s. 308, para. 81.

⁹¹⁸ Avusturya Yargıtayı İzahname Tüzüğü hükümlerinin AB'nin sermayenin korunması kurallarına nazaran öncelikle uygulanması gerektiğini belirtmiştir, bkz. Oberste Gerichtshof, 1 Ob 251/11k, 31.01.2012, (<https://rdb.manz.at/document/ris.just.JJT_20120131_OGH0002_00100B00251_11K0000_000/formats/ris.just.JJT_20120131_OGH0002_00100B00251_11K0000_000.pdf>, Erişim Tarihi: 09.04.2017).

⁹¹⁹ Ayrıca 'Yeni tarihli kanun, eski tarihli kanuna göre öncelikle uygulanır.' hukuk ilkesi gereği izahname sorumluluğuna ilişkin kuralların öncelikle uygulanması makuldür; Veil (European Law), s. 308, para. 81; Gebauer, S.: Börsenprospekthaftung und Kapitalerhaltungs-grundsatz in der Aktiengesellschaft, Peter Lang, Frankfurt 1999, s. 190 vd.

⁹²⁰ 2017/1132 sayılı Yönerge (*Directive (EU) 2017/1132 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 relating to certain aspects of company law*) m. 56(1).

⁹²¹ Bkz. Vokuhl, N.: Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft, Nomos 2007, s. 183 vd.

yükümlülüğünün sermayenin geri ödenmesi anlamına gelmediği ve bu tür bir tazminat sorumluluğunun AB'nin sermayenin korunması kurallarına aykırılık oluşturmadığı yorumunda bulunmuştur.⁹²²

Sonuç olarak AB hukukunda yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi içeren izahnameden dolayı hukuki sorumluluk doğmaktadır. Üye ülkelere sorumluluk konusunda takdir yetkisi bırakılmış olsa da idari yaptırım yoluyla ulusal yetkili otoriteye yetki verilmesi gerektiği de belirtilmektedir.⁹²³ Bu husustaki ESMA raporuna göre üye ülkelerin çoğunun mevzuatında izahnameden doğan sorumluluk konusunda özel bir düzenleme bulunmadığı için bu durumda haksız fiil sorumluluğu veya sözleşmeden doğan sorumluluk hükümlerinin uygulandığı belirtilmiştir.⁹²⁴ AB kural koyucusunun özellikle izahname sorumluluğuna ilişkin daha net kurallar koyması ve yatırımcıların uğradıkları zararları giderebilmesi için 'sınıf davaları' uygulamasının getirilmesi gerektiği düşünülmektedir.⁹²⁵ Ancak sınıf davalarının, ABD hukukunda oldukça başarılı bir şekilde uygulanmasının yanı sıra, ağır bir iş yükü ve karmaşık hukuki sorunları da beraberinde getirdiği unutulmamalıdır.⁹²⁶

⁹²² ECJ (2nd Ch.), 19.12.2013, Hirmann Case C-174/12, para. 29, 32, 44, (<<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=145908&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=7094213>>, Erişim Tarihi: 23.12.2016).

⁹²³ Çetin (İzahnamenin Etkinliği), 65.

⁹²⁴ ESMA, ESMA's Report on Liability Regimes Under the Prospectus Directive, 2013, ESMA/2013/619, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-619_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_published_on_website.pdf> (Erişim Tarihi: 10.08.2017), s. 12.

⁹²⁵ Veil (European Law), s. 309, para. 84.

⁹²⁶ Dolayısıyla bu sistem, ABD hukukunda da birçok eleştiriye maruz kalmıştır. Söz konusu eleştirilerin ayrıntıları için bkz. Seligman, J.: *The Merits Do Matter: A Comment on Professor Grundfest's 'Disimplying Private Rights of Action under the Federal Securities Laws: The Commission's Authority'*, Harvard L. Rev. 1994, V. 108, N. 2, s. 439, dn. 6.

4. Alman Hukukunda

a. İzahnameden Doğan Sorumluluk

İzahname Tüzüğünü iç hukukuna aktarmış olan Almanya’da izahname düzenleme ve yayımlama yükümlülükleri bulunmaktadır. Menkul kıymetlerin ilk halka arzında ortaklıklar, izahname hazırlamak ve ihraççının finansal durumuna ilişkin en azından önemli bilgileri finansal yıl bazında bu izahnamede yatırımcıya sunmak zorundadır.⁹²⁷

Mevzuatı İzahname Tüzüğündeki hükme uygun hale getirilmeden önce Almanya’da halka arz, Tüzük’teki ‘kişilere yapılan duyuru’ ifadesine rağmen; eski §2(4) WpPG uyarınca, kamuya yapılan duyuru olarak tanımlanmaktaydı (*eine Mitteilung an der Publikum*) ki kanunun bu lafzı, nispeten geniş bir anlama sahipti.⁹²⁸ Güncel mevzuatta §2(1) WpPG hükmünde İzahname Tüzüğü m. 2’de yapılan tanım benimsenmiştir. İzahname düzenlendikten sonra borsa yönetim kurulu bir menkul kıymetin borsada işlem görmesine ilişkin karar verebilirken, izahnamelerin onaylanması yetkisi, 2002 yılında kurulan idari otorite BaFin’dedir.

17 Nisan 1989 tarih ve 89/298/EC sayılı Konsey Yönergesine kadar Almanya’da halka arzlarda izahname düzenleme zorunluluğu bulunmamaktaydı. Sonrasında, Alman hukukunda izahname sorumluluğuna ilişkin getirilen §44 BörsG ve §13 VerkProspG hükümleri, özellikle 1998 tarihine kadar uygulanan hükümlerdir. §44(1) BörsG uyarınca, ihraç fiyatını aşmamak ve yan giderleri içermek şartıyla yatırımcı, sorumluluk davasında, menkul kıymete ödediği paranın tamamının kendisine ödenmesini ve o aracın geri alınmasını talep edebilirdi. Buna göre, izahnamenin içerdiği bilgilerin eksik veya

⁹²⁷ §§1 et seq WpPG ve Art. 3 (2) of Commission Regulation No EC/809/2004.

⁹²⁸ Schneider, H./ Haag, H.: *Retail Cascading in Germany- A Model for a Revision of the PD?*, CMLJ 2007, V. 2, N. 4, s. 373.

yanlış olması ve menkul kıymetin halka arzından sonraki altı ay içerisinde ve herhalde izahnamenin yayımlanmasından sonra satış işleminin tamamlanması halinde izahnameden dolayı sorumluluğu üstlenenler ile ihraççı sorumlu olmaktadır. Ayrıca davacı yatırımcı, bir menkul kıymet artık mülkiyetinde değilse, o menkul kıymeti sattığı miktar ile aracı ilk seferde satın almak için ödediği miktar arasındaki farkı, ihraç fiyatını geçmemek üzere davalıdan talep edebilirdi. Sonuç olarak izahname sorumluluğunda yatırımcının zararının neredeyse tamamı §44 BörsG hükmüne göre karşılanabiliyordu.⁹²⁹

1998 tarihinden sonra, şu anda yürürlükte olmayan İzahname Yönergesi m. 6'daki izahname sorumluluğuna ilişkin hükümler §21 ve 22 WpPG ile iç hukuka aktarılmıştı. Bu hükümlere göre organize bir piyasada işlem görmek için veya halka arz için kayda alınan menkul kıymeti satın alanlar, eğer arz edilen veya organize piyasaya kabul edilen menkul kıymete ait izahname esaslı olarak yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeriyorsa, somut olaya göre oluşan zararlarının tazminini talep etme hakkına sahiptir. Yanlış finansal raporların izahnamede doğrudan yer alması veya izahnamedeki esaslı bilgilerin yanlış veya yanıltıcı finansal raporlardan alınması suretiyle bu koşul gerçekleşmiş olacaktır.⁹³⁰

Yatırımcı eski kanun döneminde §§ 32-35 WpPG uyarınca izahnameye ilişkin herhangi bir yükümlülüğün ihlali halinde ihraççıyı dava edebilmekteydi. Kanunun diğer hükümlerinin, özel kişiler tarafından açılacak davalarda §823(2) BGB anlamında koruyucu hüküm (*Schutzgesetz*) olup olmadığı tartışılmıştı.⁹³¹ Eski kanun döneminde

⁹²⁹ Feess/ Halfmeier, s. 364.

⁹³⁰ Schmolke, s. 150-151.

⁹³¹ *IKB Industriebank AG* davasında §20(a) WpHG hükmünün bu tür bir koruyucu hüküm olmadığından bahisle zarar gören yatırımcının davası reddedilmiştir, bkz. Fechner/ Tipton, s. 17.

ortaklık yöneticilerinin §§21-22 WpPG hükümlerine göre sorumlulukları tartışmalıydı; ancak baskın görüş uyarınca, bu menkul kıymetlerin halka arzında önemli bir rolü olmadığı sürece kural olarak yöneticilerin sorumluluğunun bulunmadığı düşünülmekteydi.⁹³² Ancak eski §25 WpPG hükmünün açık lafzı karşısında, eski §§23-24 WpPG hükümleri, davacı yatırımcıya karşı bireysel anlamda yöneticilerin sorumluluğunun olması halinde, yöneticilerin bu sorumluluğunun doğmasını engellemekteydi.⁹³³ *Infomatec* ve *Comraod I-VIII* gibi çoğu davada eski §15 WpPH ve §826 BGB uyarınca ihraççının kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü ihlal etmesi halinde yöneticilerin sorumluluğunun doğduğuna hükmedilmiştir.⁹³⁴

Yanlış veya eksik bilgi içeren izahnamenin hukuka aykırı olduğu konusunda AB hukukunda bir ihtilaf olmazken, ihraççı veya ortaklığın kar beklentisi hakkında yanıltıcı olarak veya gerçeği olduğu gibi yansıtmayan bir bilgiyi içeren izahnamelerin de Alman hukukuna göre hukuka aykırı olduğu kabul edilmektedir. Nitekim BGH, *BuM* davasında izahnamede verilen bilgilerin genel olarak ortaya yanıltıcı bir resim çıkarması durumunda da izahnamenin hukuka aykırı olduğuna hükmetmiştir.⁹³⁵ Davada, *BuM AG*, girmiş olduğu finansal sıkıntılarından kurtulmak için federal bir garantiye başvurmuştur, ancak bu garantinin şartlarından biri de sermaye artırımındır. Sermaye artırımı için halka arzda bulunan *BuM*, altı ay sonra iflas etmiştir. Mahkeme, davada *BuM* ortaklığının

⁹³² Schmolke yönetim kurulu üyesinin önemli bir rolünü, halka arzda ‘*mastermind behind the offer*’ şeklinde ifade etmektedir, (Civil Liability), s. 151; benzer bir görüş için bkz. Hopt, K. J.: *Die Haftung für Kapitalmarktinformationen: rechtsvergleichende, rechtsdogmatische und rechtspolitische Überlegungen*, WM 2013, Heft 3, s. 109.

⁹³³ Örneğin yönetici §826 BGB hükmü dolayısıyla karşı tarafa zarar verme kastıyla hareket etmesi durumunda veya §823(2) BGB dolayısıyla karşı tarafı koruyan bir hükmün bulunması durumunda (*Schutzgesetz*) yöneticinin sorumluluğu tartışmasız olarak mevcuttur. Bu durumlarda ortaklık da §31 BGB hükmü sebebiyle organın eylemlerinden tüzel kişinin sorumlu tutulması dolayısıyla yönetici ile beraber sorumlu olacaktır.

⁹³⁴ Fechner/ Tipton, s. 17.

⁹³⁵ BGH, BuM Davası, s. 6 vd.

paylarının yüksek risk içeren yatırım niteliğine sahip olması gerektiği; ancak izahnamede, ortaklığın içinde bulunduğu finansal sıkıntılar geçiciymiş ve söz konusu sermaye artırımından sonra durum düzelecekmiş gibi gösterildiğini belirtmiştir.⁹³⁶ Diğer taraftan *Frankfurt* OLG benzer bir soruna ilişkin, izahnamede ihraççının sahip olduğu gayrimenkulün değerinin %12'ye kadar fazla veya az gösterilmesinin kabul edilebilir bir sınıır içerisindeki sapma olduğu görüşündedir.⁹³⁷

2017'deki değişiklikten sonra izahnamede ilişkin temel hükümler, §8 et seq WpPG hükümleridir. §9 WpPG hükmünde düzenlenen gerçeğe aykırı bilgi içeren izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin davada, sadece bir menkul kıymete o anda sahip olan veya ilgili aracı henüz elinden çıkarmış yatırımcılar değil; bu menkul kıymetin birincil veya ikincil piyasadan alınmış olmasına bakılmaksızın izahnamenin yayımlanmasından itibaren altı ay içinde bir menkul kıymeti satın alan yatırımcılar da davacı olabilmektedir. Dava konusu menkul kıymete o anda sahip olmayanlar her iki işlem arasındaki fiyat farkını tazmin edebilirler. Davalılar ise İzahname Tüzüğü'nün iç hukuka aktarılmasından sonra, §8 WpPG uyarınca, ihraççı, halka arz eden, garantör veya borsada işlem görme başvurusunda bulunan kişilerden en az biridir. §9 WpPG uyarınca müteselsil sorumlular, ihraççı ve izahnamenin hazırlanması veya yayımlanmasında katkısı olan herkeştir.⁹³⁸ Hatta izahname yayımlanmaksızın menkul kıymetlerin halka arzı mümkün olmadığı için, Alman borsasına kote edilmese bile, herhangi bir menkul

⁹³⁶ BGH, BuM Davası, s. 7 vd.

⁹³⁷ OLG Frankfurt am Main, ZIP (2012), s. 1240 vd.

⁹³⁸ Bu kişiler, bir sermaye piyasası aracının ihraçında ekonomik anlamda çıkarı bulunan herkes olabilir. Bu gruba örneğin, hakim pay sahipleri veya bankalar girebilmektedir. Ancak ihraçta ekonomik olarak kişisel çıkarı bulunmayan avukatlar, muhasebeciler gibi meslek uzmanları bu gruba dahil değildir. Bu kişilerin sorumluluğu bulunmamaktadır; davalı olamazlar. Bkz. Veil (European Law), s. 304-305.

kıymeti Almanya'da halka arz edildiyse ilgili ihraççının izahname sorumluluğunun olduğu kabul edilmiştir.

Denetçilerin izahnamenin hazırlanmasında katkılarının olduğuna şüphe duyulmazken yine de §8 et seq WpPG hükümleri uyarınca sorumluluğun olup olmadığı tartışmalıydı.⁹³⁹ Alman hukukunda ise aracı kurumlar, ihraççının yardımcısı konumunda iseler veya satışı üstlenmişlerse bu bilgilerin doğruluğunu araştırma yükümlülükleri vardır. Hatta yatırımcının, kamuyu aydınlatma belgelerinden dolayı bir zararı doğarsa aracı kurumun menkul kıymeti halka arz fiyatından alarak yatırımcının zararını karşılama ve bu yolla sulh olma imkanı vardır.⁹⁴⁰

İzahname sorumluluğunda davacının yatırım kararını yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiye gerçekten dayandırıp dayandırmadığının tespit edilmesine, diğer bir deyişle nedensellik bağına ilişkin anlayış zamanla farklılaşmıştır. Alman mahkemeleri önceden, basında yayımlanan izahname dolayısıyla menkul kıymetlerin satın alınmasıyla nedensellik bağının oluştuğunu ve yatırımcının medya aracılığıyla izahnamenin içeriğine ilişkin olarak bilgilendiğini düşünmekteydi.⁹⁴¹ Benzer şekilde BGH, yatırımcının izahnameyi okumasının gerekmediğine, uzmanların izahnamedeki bilgileri değerlendirmesi ile verdikleri görüşün, ilgili menkul kıymetin satın alınmasına yönelik genel eğilimi oluşturmasının yeterli olduğuna hükmetmiştir.⁹⁴² Nitekim bu genel eğilim oluşturulması anlayışı §12(2) WpPG hükmüne yansımıştır ve hüküm bugünkü haliyle

⁹³⁹ Schmolke, s. 151.

⁹⁴⁰ Van der Goot, T.: *Risk, the Quality of Intermediaries and Legal Liability in the Netherlands IPO Market*, Int. Rev. of L. and Eco. 2003, V. 23, S. 2, s. 123; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 40.

⁹⁴¹ BGH, XI ZR 173/97, 14. Juli 1998, s. 1 ve 13 (<https://www.prinz.law/urteile/bgh/XI_ZR_173-97>, Erişim Tarihi: 08.04.2019); OLG Düsseldorf, ZIP (1984), s. 549 ve 558; OLG Frankfurt am Main, WM (1996), s. 1216 ve 1219.

⁹⁴² BGH, XI ZR 173/97, 14. Juli 1998, s. 13.

nedensellik bağımlı kesen halleri göstermektedir.⁹⁴³ İspat yükü tersine çevrildiği için, sorumluluktan kurtulmak isteyen ihraççının, davacının yatırım kararını izahnameye dayalı olarak almadığını veya nedensellik bağımlının kesildiği diğer hallerin gerçekleştiğini ispatlaması gerekmektedir. Nedensellik bağımlının kesilmesi de, menkul kıymetin fiyatının ani düşüşü, yayımlanan bir rapor veya olumsuz gelişmeler dolayısıyla ilgili menkul kıymetin satın alınmasına yönelik genel bir eğilimin var olmadığını ispatlamasıyla olabilmektedir.⁹⁴⁴

§12(1) WpPG hükmüne göre izahnamede yer alan bilgilerin yanlış veya eksik olduğu konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgisizliğinin ağır ihmale dayanmadığını kanıtlayabilen kimse, sorumlu olmayacaktır. Burada sorumluluğa ilişkin ispat yükünün tersine çevrildiği ve artık davalının kusursuzluğunu ispatlaması gerektiği açıktır. Ağır ihmal ile, mesleki veya kişisel uzmanlığı gereği bir kimsenin kendisinden beklenen gerekli özeni ciddi bir şekilde göstermemiş olduğunun anlaşılması gerekmektedir.⁹⁴⁵ Dolayısıyla hafif ihmal sonucu izahnamedeki bilgilerin yanlış veya eksik olduğunun bilinmemesi halinde, Alman hukukunda sorumluluk doğmayacaktır.

Hakimin, izahnamenin yanlış bilgi içerdiğine karar vermesi halinde; davalı, yanlış bilgi içeren izahname ile fiyatlar arasında herhangi bir bağlantı bulunmadığını veya dava konusu menkul kıymetin, hukuka aykırı bilgi açıklanmasaydı da yatırımcı tarafından satın alınacağını veya hukuka aykırı bilginin açıklanmasında kendisinin ağır ihmalinin olmadığını ispatlarsa sorumluluktan kurtulur. Bu durumda izahnamenin yanlış

⁹⁴³ Veil (European Law), s. 305.

⁹⁴⁴ Veil (European Law), s. 306.

⁹⁴⁵ Veil (European Law), s. 306; BGH, IV ZR 107/52, 11. Mai 1953, s. 1 ve 7, (<https://www.prinz.law/urteile/bgh/IV_ZR_170-52>, Erişim Tarihi: 26.04.2019).

veya eksik bilgi içerdiğine dair ispat yükü davacı yatırımcıda iken; bir kere bu yönde karar verildiğinde, artık ispat yükü yer değiştirmekte ve davalı bu üç husustan birini ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilmektedir.⁹⁴⁶

İzahnameye ilişkin tazminat sorumluluğunda davacı sonuç olarak §9 WpPG hükmü uyarınca elindeki menkul kıymeti, kendisinin ilk edindiği fiyat karşılığında geri verebilir veya bu süreçte söz konusu menkul kıymeti elinden çıkardıysa da satın aldığı ve sattığı fiyat arasındaki farkı ve bu işleme ilişkin yapmış olduğu tüm giderlerini talep edebilir, ancak yoksun kalınan kar, bu kapsamın dışındadır. Ancak bir ihraççının, payları, fiyatını yatırımcıya ödemek suretiyle geri satın almasına yönelik bir talebin uygulanabilir olup olmadığı özellikle 2012/30/EU sayılı Yönergede yer alan hükümlerde ortaklığın yöneticileri ve alacaklılarının bazı koruyucu önlemlerden yararlanmaları söz konusu olduğu için tartışmalıdır.⁹⁴⁷ ECJ, *Hirrmann* davasında AB hukukunda kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırılık halinde dava açma zamanındaki fiyatlar üzerinden de zararın tazmininin istenebileceğini, sözleşmeden dönmenin ardından payların geri verilebileceğini ve ödenen miktarın faiziyle birlikte istenebileceğini belirtmiştir.⁹⁴⁸

b. Finansal Raporlardan Doğan Sorumluluk

AB hukukundaki Kamuyu Aydınlatma Yönergesi, iç hukuka TUG adı ile aktarılmıştır. Bu düzenlemeye göre denetimden geçmiş finansal tablolar, faaliyet raporu ve sorumluluk beyanı (*Bilanzzeit*) finansal yılın bitimden itibaren dört ay içinde yıllık

⁹⁴⁶ Feess/ Halfmeier, s. 364-365.

⁹⁴⁷ Schmolke, s. 150, dn. 92.

⁹⁴⁸ *Hirrmann Davası*, s. 11, 13-15. Özellikle bkz. "... an issuer of shares, may have a liability to a purchaser of shares in that company based on a breach of the information requirements laid down in those directives, and ... imposes, under that liability, an obligation on the company concerned to repay to the purchaser a sum equivalent to the purchase price of the shares and to redeem those shares." s. 11.

finansal raporlarda açıklanmak zorundadır.⁹⁴⁹ Yıllık finansal raporlara ilişkin hükme benzer şekilde ortaklıkların, ilgili dönemin finansal açıklamaları, ara yönetim raporu ve sorumluluk beyanından oluşan ara finansal raporlar da ilgili dönemin bitiminden itibaren iki ay içinde açıklamaları gerekmektedir.⁹⁵⁰

Finansal raporlara ilişkin AB hukukundaki ikincil düzenlemelerden Muhasebe Yönergesi ve Birinci Ortaklıklar Hukuku Yönergesi, Alman sermaye ortaklıklarına uygulanmaktadır.⁹⁵¹ Muhasebe Yönergesi m. 22 ve 30'a göre üye ülkeler, ortaklıkların muhasebelerini, IAS'e göre tutmalarına izin verebilirler. Alman hukukunda bir halka açık anonim ortaklık, bu maddelere göre sadece konsolide rapor hazırlayacaksa, bunu IAS Tüzüğüne⁹⁵² uygun olarak hazırlamak zorundadır. Her tacir, muhasebe hukukuna göre §§242 ve 245 HGB uyarınca finansal rapor hazırlamak ve imzalamak zorundadır.

Sermaye ortaklık yöneticileri, ortaklık adına hazırladıkları finansal raporları resmi gazetede (*Federal Gazette*) kamuya açıklamak zorundadırlar (§264 et seq. ve 325 et seq. HGB). Daha özel anlamda ihraççıların düzenli ve dönemsel olarak finansal raporlar düzenleme zorunluluğu bulunmaktadır ve finansal raporlarda hukuka aykırı açıklama yapan yöneticiler, hukuka uymaya dair genel görevlerini (*Legalitätspflicht*) ihlal etmiş kabul edilmektedir.⁹⁵³ Bunun dışında gözetim kurulunun yıllık finansal

⁹⁴⁹ Bkz. Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 4 vd. hükümlerinin iç hukuktaki yansıması olan §37v WpHG.

⁹⁵⁰ §37w WpHG.

⁹⁵¹ Accounting Directive No. 2013/34/EU ve Directive 2009/101/EC on Company Law, Alman anonim ortaklıklar (AG), limited ortaklıklar (GmbH), ile diğer sermaye ortaklıklarına (KGaA ve KG) uygulanır.

⁹⁵² Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards.

⁹⁵³ Schmolke, s. 140.

raporları ve konsolide raporları inceleme görevi de bulunmaktadır; bu incelemenin sonucunu da genel kurula ve yönetim kuruluna bildirmek zorundadırlar.⁹⁵⁴

Finansal raporların kamuya açıklanmasında hazırlanan sorumluluk beyanını kimlerin imzalayacağı konusunda diğer bazı üye ülkelerin aksine Alman hukukunda özel bir hüküm bulunmaktadır. Buna göre HGB’de yer alan bütçeye ilişkin sorumluluk beyanı hükümleri, muhasebe hukuku ile bağlantılı olarak düzenlenmiş ve bu beyanı, anonim ortaklığın yönetim kurulu üyelerinin (*Vorstandsmitglieder*) imzalaması gerektiği açıkça belirtilmiştir.⁹⁵⁵ Yönetim kurulu üyelerinin finansal raporlardan sorumlu tutulmasına ilişkin hüküm, Alman ortaklıklar hukukunun en temel ilkelerinden olan yöneticilerin müteselsil sorumluluğu ilkesine uygundur.⁹⁵⁶

2002 tarihli IAS Tüzüğü ile kabul edildiği üzere üye ülke borsalarından birinde menkul kıymetleri işlem gören ortaklıklar, finansal raporlarını IFRS’ye uygun olarak tutmak zorundadır. Almanya’da da 2005 yılından itibaren bu zorunluluk borsaya kote ortaklıklar için yerine getirilmiştir. Borsaya kotasyon başvurusunda bulunan ortaklıklar ise 2007 yılından itibaren konsolide finansal raporlarını IFRS’ye uygun olarak hazırlamak zorundadır. Ancak borsaya kote olmayan ortaklıkların ve diğer tacirlerin finansal tabloları için ulusal muhasebe hukuku hükümleri geçerli olmakla beraber bu

⁹⁵⁴ İnceleme görevi için bkz. §290(1)-(2) HGB (yıllık finansal raporlar için) ve §171(1) AktG (konsolide finansal raporlar için). Gözetim kurulu bu inceleme görevini herhangi bir komiteye devredemez; bu görev §107(3) S. 3 AktG uyarınca kurul halinde yerine getirilmelidir.

⁹⁵⁵ §264(2) S. 3, §289(1) S. 5, §297(2) ve §315(1) HGB. Ayrıca WpHG’de yıllık finansal raporlar için §37v(2)(3) ve ara finansal raporlar için de §37w(2)(3) hükümleri HGB’nin bu söz konusu hükümlerine atıf yaparak bu finansal raporların sorumluluk beyanının hazırlanması gerektiğini belirtmektedir.

⁹⁵⁶ Brinckmann, s. 321, para. 24. Yöneticilerin müteselsil sorumluluğunda, bir yönetici yönetim kurulunda alınan bir karara karşı olumsuz oy kullansa bile sorumlu olabilmektedir. Sorumluluktan kurtulabilmesi için bir yöneticinin o karara karşı olumsuz oy kullanmasının yanı sıra kararın uygulanmasının engellenmesi için gerekli önlemleri almış olması gerekir, Grigoleit, s. 128.

kişiler isterlerse IFRS'yi de kullanabilir.⁹⁵⁷ Bunların dışında, Alman hukukuna göre tüm ortaklıklar, resmi gazetede (*Federal Gazette*) açıklanmak üzere, IFRS veya ulusal muhasebe hukukuna göre hazırlanmış finansal tablolarını ayrı bir şekilde hazırlamak zorundadır.

Buradaki sorumluluk beyanında sorumlu kişiler iki hususu beyan etmektedirler: ⁹⁵⁸ (i) bilgileri doğrultusunda finansal açıklamaların ortaklığın malvarlığını, sorumluluklarını, finansal durumunu, kar-zarar durumunu ve borçlarını, doğru bir şekilde ve dürüst resim ilkesine uygun olarak yansıttığına; (ii) faaliyet raporunun ise ihraççının işlerinin gelişimi ve genel gidişat ile borçların, temel riskler ve belirsizliklerin dürüst resim ilkesine uygun olduğuna ilişkin beyan. Finansal raporların kamuya açıklanmasına ilişkin model, SOX Kanununda istenilen onaylama kurumunu gerektirir; ancak finansal raporlardan doğan sorumluluğun, sorumluluk beyanına ilişkin belgeyi de kapsayıp kapsamayacağı belirli değildir.⁹⁵⁹

Almanya'da ara dönem finansal raporların denetime konu olması teklif edilmiş, ancak piyasa katılımcıları tarafından güçlü bir direnişle karşılaştığı için Kamuyu Aydınlatma Yönergesindeki standart benimsenmiştir.⁹⁶⁰ Frankfurt Borsası'nın Yıldız Pazarı'na (*Prime Standard Segment*) kabul edilen paylar için ihraççılar üçer aylık ara raporlar düzenlemek zorundadırlar.⁹⁶¹ Ara dönem finansal raporlar konusunda ise

⁹⁵⁷ Brinckmann, s. 323, para. 27.

⁹⁵⁸ Fischer-Appelt, s. 137.

⁹⁵⁹ Nitekim ABD modelinde, sorumluluk beyanı da sorumluluk doğurucu bir niteliğe sahiptir, Veil (der verständiger Anleger), s. 168.

⁹⁶⁰ Fischer-Appelt, s. 140.

⁹⁶¹ Fischer-Appelt, s. 143.

Alman ortaklıkları bilançolarını IAS veya IFRS'ye göre hazırlamaktan ziyade DRS 16 Standartlarına uymaktadırlar.^{962, 963}

Finansal raporların ilk kez kamuya duyurulmasından önce Alman ortaklıkları bu raporların, ortaklığın sicilinde bulunabileceğine dair duyurunun yanı sıra nerede ve ne zaman yayımlanacağına ilişkin AB çapında bir duyuru (*pan-European publication*) yapmak zorundadır.⁹⁶⁴ Eşzamanlı olarak ihraççı ortaklık, §37v(1), §37w(1) WpHG ve §8b(3)(2) HGB hükümlerine göre ilgili gözetim kurumuna da haber vermek zorundadır. Sonrasında ise aynı hükümler uyarınca finansal raporun kendisi, genellikle ortaklığın internet sitesinde⁹⁶⁵ kamuya açıklanır ve ortaklığın siciline gönderilir. Alman hukukunda Kamuyu Aydınlatma Yönergesi hükümlerinden sapma niteliğinde yerli ihraççılara uygulanmakta olan ve Alman ortaklıklarını çifte açıklama yükümlülüğünden kurtarmak için getirilmiş bir düzenleme mevcuttur.⁹⁶⁶ Alman ticaret hukuku kuralları uyarınca muhasebe belgelerini kamuya açıklamak zorunda olan ihraççı ortaklıkların, yıllık finansal raporlarını kamuya açıklamalarına gerek yoktur.⁹⁶⁷

⁹⁶² Brinckmann, s. 327, para. 37.

⁹⁶³ Denetim standartları ve denetçinin bağımsızlığına ilişkin olarak 1998 tarihli Kanun ile özellikle kazançlarının %30'unu tek bir ortaklıktan sağlayan denetim ortaklıklarının beş yılda bir zorunlu rotasyonu ilk kez 1998 tarihli *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* ile mevzuatta yerini almıştı; Leyens, s. 1414. Daha sonra çıkarılan kanunla (*Bilanzrechtsreformgesetz* 2004), borsa ortaklıklarının denetçileri için bu rakam %15'e indirilmiştir ve bu ortaklıklar finansal raporlarını artık IFRS'ye uygun olarak hazırlamaktadır. Aynı yıl çıkarılan başka bir kanun ise (*Bilanzkontrollgesetz* 2004), uzman denetçilerin, ortaklığın finansal raporlarını ve yıllık raporlarını kontrol ettiği ve sonrasında ise BaFin'in yasal denetim ve gözetimini uyguladığı, finansal raporların iki aşamalı kontrol ve uygulama prosedürünü getirmiştir, Leyens, s. 1414.

⁹⁶⁴ Brinckmann, s. 333, para. 51.

⁹⁶⁵ §37v(1), §37w(1) WpHG hükümleri, raporların ortaklığın internet sitesinde yayımlanması açısından bir zorunluluk öngörmemektedirler.

⁹⁶⁶ Brinckmann, s. 333, para. 53.

⁹⁶⁷ §37v(1) WpHG ve §325 HGB.

Finansal raporların mevzuata uygunluğunun denetlenmesi ve hukuka aykırılık var ise ilgili önlemlerin alınmasına yönelik olarak Alman hukukunda ikili bir uygulama söz konusudur. Buna göre 2005 yılında Almanya’da kurulan ikili icra sisteminin ilk ayağını özel icra kurumu olan FREP oluşturmaktadır. Bu kurum, ilk olarak finansal raporların hukuka aykırı hazırlandığına yönelik güçlü bir göstergenin olması halinde sebebe dayalı bir şekilde; ikinci olarak örnekleme temelinde tamamen rastgele seçim yaparak; ve son olarak da BaFin’in isteği üzerine raporlar hakkında inceleme başlatır.⁹⁶⁸ İkili icra sisteminin ikinci ayağını oluşturan resmi kurum olan BaFin ise, ilk aşamada ortaklıkların haklarında başlatılan özel inceleme sürecine gönüllü olarak katılmamaları, FREP’nin vardığı sonuçlara katılmaması veya FREP’in inceleme sürecine veya sonuçlarına ilişkin ciddi şüphelerinin olması durumlarında inceleme sürecine dahil olur. BaFin bu durumda resmi bir inceleme başlatarak finansal raporları inceler ve raporların hukuka aykırı olduğuna veya bu aykırılığın yayımlanması gerektiğine karar verebilir.⁹⁶⁹ Ancak BaFin, inceleme sonucunda finansal rapordaki sadece muhasebe hukuku hükümlerinin esaslı olarak ihlal edildiğine karar verebilir.⁹⁷⁰

Hukuka aykırı dönemsel kamuyu aydınlatmadan doğan hukuki sorumluluğa ilişkin, Alman hukukunda genel bir düzenleme bulunmadığı⁹⁷¹ için gerçeğe aykırı finansal rapordan doğan hukuki sorumluluk konusu Alman doktrininde oldukça tartışmalıdır. Bu durumda finansal raporların hukuka aykırı olarak açıklanması halinde MAR m. 17’nin ihlal edilmesinden dolayı sorumluluğu düzenleyen §98 WpHG

⁹⁶⁸ §342b (2) HGB, §2(1) RL-KG

⁹⁶⁹ Brinckmann, s. 336, para. 61.

⁹⁷⁰ OLG Frankfurt, 22 January 2009-WpÜG 1/08 ve 3/08, ZIP (2009), s. 369 ve 638.

⁹⁷¹ Schmolke, Civil Liability, s. 146 ve 152. Ancak yönetim kurulu tarafından yapılacak hukuka aykırı bir açıklama, cezai sorumluluğun konusu olabilir. Fischer-Appelt, s. 144.

hükümünün kıyasen uygulanmasına yönelik öneri de mahkemelerce reddedilmiştir.⁹⁷² Genel olarak Alman kamu düzenine kasten zarar verilmesi halinde §826 BGB hükmü genel bir hukuki sorumluluğu, asgari bir koruma olarak öngörmektedir.⁹⁷³

Gerçeğe aykırı bütçeye ilişkin sorumluluk beyanı uygulaması başta olmak üzere, diğer suçlarda, sorumluluk §331(3a) HGB ve §400 AktG hükümleriyle bağlantılı olarak §823(2) BGB hükmü ile getirilmiştir.⁹⁷⁴ Ancak bütçeye ilişkin sorumluluk beyanının hiç yapılmaması herhangi bir yaptırımı gerektirmemektedir. §823(2) BGB ve §331 HGB hükmüne göre, bir yöneticinin yıllık finansal raporlarda ortaklığın finansal durumunu kasten yanlış göstermesi, kasten veya ağır ihmal ile yıllık finansal raporlarda gerçeğe aykırı açıklamalarda bulunması veya ortaklığın finansal durumunu gizlemesi halinde sorumluluğu doğacaktır.⁹⁷⁵ Gerçeğe aykırı finansal raporlardan doğan sorumluluk ancak *ad hoc* kamuyu aydınlatma hükümlerine atıf yapmak suretiyle tanınabilir.⁹⁷⁶ Söz konusu sorumluluk hükümlerinin tamamlanmadığı ve gerçeğe aykırı finansal raporlardan dolayı özel bir hükmün öngörülmesi gerektiği açıktır.

c. İçsel Bilginin Açıklanmasından Doğan Sorumluluk

Kamuyu Aydınlatma Yönergesi yıllık ve ara finansal raporlarla kamunun sürekli aydınlatılmasını gerektirirken, içsel bilginin açıklanmasına ilişkin MAR, belirli olaylar bazında kamunun aydınlatılmasını gerektirir. AB mevzuatında bir bilginin kamuya açıklanması konusunda çeşitli düzenlemeler bulunmaktadır, ancak MAR'da bu konudaki

⁹⁷² Schmolke, s. 152.

⁹⁷³ Brinckmann, s. 339, para. 70.

⁹⁷⁴ Brinckmann, s. 339, para. 70.

⁹⁷⁵ Kanun koyucu sadece kast sonucu sorumluluğunun doğması ile yetinmemiş; ağır ihmali ile gerçeğe aykırı finansal raporların düzenlenmesine sebep olma halini de sorumluluğun kapsamına dahil etmiştir, Veil (der verständiger Anleger), s. 169.

⁹⁷⁶ Brinckmann, s. 339, para. 70.

hukuki sorumluluğa ilişkin bir hüküm bulunmamaktadır. §15 WpHG hükmünde yer alan *ad hoc* kamuyu aydınlatma zorunluluğu, yatırımcının korunmasının iyileştirilmesi amacıyla içsel bilgi kavramı doğrultusunda yorumlanmaktadır.⁹⁷⁷ Alman hukukunda içsel bilgiye ilişkin hukuki sorumluluk, zararların giderilmesi yönünden, cezai ve idari sorumluluktan çok daha etkin bir araç olarak kullanılmaktadır.⁹⁷⁸ Almanya’da içsel bilginin kamuya açıklanmasına ilişkin kurallar, bilgi suistimalinin yasaklanmasına ilişkin kurullarla uyumlu bir şekilde düzenlenmiştir.⁹⁷⁹

2004’te yapılan reformlar sonucu, §37b-37c WpHG hükümleri ile içsel bilgiye ilişkin yeni bir sorumluluk rejimi düzenlenmiştir. Açıklansaydı, sermaye piyasası aracının fiyatı üzerinde esaslı bir etki bırakması muhtemel ve söz konusu araca veya ihraççıya ilişkin kamuya açıklanmamış nitelikleri belirli olan bilgiler, içsel bilgidir.⁹⁸⁰ İhraççının kendisini doğrudan ilgilendiren içsel bilgileri §15(1) WpHG hükmüne göre gecikmeksizin kamuya açıklaması şarttır. İhraççı, sorumluluğu kendine ait olmak üzere meşru çıkarlarına zarar gelmesini önlemek amacıyla içsel bilginin gizliliğini sağlayabildiği takdirde kamunun yanıltılmasına sebep olmayacak şekilde ve yetkili idari otoriteleri bilgilendirmek şartıyla içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesine karar verebilir.⁹⁸¹

Alman hukukunda WpHG’de içsel bilgiye ilişkin hiç yapılmayan kamuyu aydınlatma dolayısıyla doğabilecek hukuki sorumluluk konusunda hiçbir hüküm bulunmamaktadır. Dolayısıyla içsel bilginin açıklanmamasından doğacak zararların

⁹⁷⁷ Veil (der versäntiger Anleger), s. 165.

⁹⁷⁸ Koch, s. 380, para. 104.

⁹⁷⁹ Koch, s. 349, para. 4.

⁹⁸⁰ §13(1) WpHG.

⁹⁸¹ §15(3) WpHG.

tazmin edilebilmesi genel hükümlere göre belirlenecektir. Ancak bilgi suistimali hükümlerinin bireysel olarak yatırımcıları korumak amacıyla getirilmediği, dolayısıyla haksız fiil hukukunun tazminat talep etmek için kullanılamayacağı doktrinde çoğunluk tarafından kabul edilmektedir.⁹⁸² Haksız fiil hukukuna göre sorumluluk sadece, korunan bir hakkın ihlal edilmesi halinde §823(1) BGB uyarınca; koruyucu bir hükmün ihlali halinde §823(2) BGB uyarınca ve kamu düzenine yönelik kasıtlı bir zararın varlığı halinde §826 BGB uyarınca doğmaktadır. Ancak burada genel hükümlerden sadece §826 BGB hükmü uyarınca sorumluluk doğabilir; çünkü §15(3) WpHG, açık bir şekilde §823(2) BGB'nin içsel bilgiye ilişkin sorumluluk konusunda uygulanmasını engellemiştir ve bu husustaki yükümlülüğün ihlali salt ekonomik zarara sebep olur.⁹⁸³

§37b WpHG ve dolayısıyla MAR m. 17'nin ihlal edilmesi halinde, yani içsel bilgiyi gecikmeksizin açıklamamak suretiyle kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü ihlal eden iç pazardaki ihraççılar sorumlulu olmaktadır. §37b WpHG hükmü öncelikle, içsel bilginin gecikmeksizin açıklanmadığı dönemde bir menkul kıymet satın alan ve içsel bilginin daha sonra açıklanması esnasında hala o aracı elinde bulunduran yatırımcılar açısından uygulanır. Bu durumda yatırımcının olumsuz bir içsel bilginin piyasaya açıklanmasından önce yüksek bir fiyat ödeyerek bir menkul kıymet satın almasından sonra içsel bilginin açıklanması ve elindeki menkul kıymetin değerinin düşmesi örnek olarak verilebilir. Diğer durumda verilebilecek örneğe göre ise, olumlu bir içsel bilginin gecikmeksizin açıklanmaması üzerine yatırımcının piyasadaki düşük fiyattan elindeki menkul kıymeti satmasının ardından içsel bilginin açıklanması ile fiyatların yükselmesi durumunda uğradığı zarar bu hükme göre talep edilecektir. Benzer doğrultuda, §37c

⁹⁸² Veil (European Law), s. 221, para. 102.

⁹⁸³ Koch, s. 381, para. 106.

WpHG ise yanlış içsel bilginin açıklanması halinde ihraççının sorumluluğunu öngörmektedir.

§37c WpHG hükmü, yatırımcının, ihraççının açıkladığı yanlış bilgiye güvenerek bir menkul kıymet satın alması sonucu zararının doğması ve bu yanlış bilginin açıklanmasında ihraççının kastının veya ağır ihmalinin bulunduğu durumlarda ihraççının sorumlu olduğunu belirtmektedir. §37c WpHG hükmü sorumluluk için ihraççının bu yükümlülüğünü yerine getirmemesi hususunda en azından ağır ihmalinin bulunmasını gerektirmektedir. Bu hükmün kapsamına, olumlu bir içsel bilginin açıklanmasının ardından yatırımcının o menkul kıymeti yüksek bir fiyattan satın alması, ancak o bilginin yanlış olduğuna ilişkin yapılan düzeltici açıklamadan sonra fiyatların düşmesi ile yatırımcının zarara uğraması hali girmektedir. Diğer bir örnek ise yatırımcının elindeki menkul kıymeti düşük bir fiyata satmasının ardından daha önce açıklanan olumsuz bilginin doğru olmadığına yönelik düzeltici açıklamanın yapılması ile fiyatların yükselmesi ve yatırımcının zarara uğraması halidir. Ancak §37b ve §37c WpHG hükümleri, ihraççının yanlış bilginin açıklanmasında kastının veya ağır ihmalinin olmadığını kanıtlaması halinde ihraççının sorumluluktan kurtulabileceğini belirtmektedir.

§37b et seq WpHG, zarar ve nedensellik bağı konusunda hiçbir hüküm içermediği için BGH'nin, kanunda belirli bir konuda boşluk bulunması halinde davacının uyuşmazlık konusu menkul kıymeti, zamanında doğru ve eksiksiz bilgi açıklansaydı, satın almayacağını kanıtlaması gerektiğine ilişkin 2011 yılında verdiği *IKB* hükmü bu durumda uygulanır.⁹⁸⁴ BGH'nin bu hükmü kural olarak, sermaye piyasası

⁹⁸⁴ Bkz. BGH, *IKB* Kararı; Feess/ Halfmeier, s. 365.

davalarında yatırımcıyı kasıtlı olarak ekonomik bir kayba uğratmaya ilişkin olaylarda kullanılmaktadır.⁹⁸⁵ Nitekim doğru bilgi açıklansaydı o menkul kıymeti satın almayacağına ilişkin koşul, yatırımcının hukuka aykırı yapılan açıklamaya bireysel olarak güvendiğini (*haftungsbegründende Kausalität*) kanıtlamasını gerektirir.

Güven unsurunun ispatının davacı yatırımcıya yüklenmiş olması, nedensellik bağının ispatını neredeyse imkansız hale getirmiş ve zararının tamamının dahi karşılanabilmesine ilişkin hükmün getirdiği avantaj dengelenmiştir.⁹⁸⁶ BGH uygulaması hukuka aykırı yapılan açıklamaya bireysel olarak güvenildiğinin ispatına ilişkin ispat yükünün davacı yatırımcıda olması konusunda istikrarlıdır. Mahkemeye göre, bir payın satın alınması kişisel bir karara dayandığı için, o payın satın alınmasına ilişkin kamuda genel bir eğilimin olduğuna dair varılacak ilk izlenim, bir delil olarak kabul edilemez.⁹⁸⁷ Ayrıca piyasa hilesi teorisi Alman hukukunda uygulanamaz; aksi halde §826 BGB hükmünün sınırsız bir surette uygulanması tehlikesi ile karşı karşıya kalınabilir.⁹⁸⁸ Hukuka aykırı yapılan açıklamaya yatırımcının gerçekten bireysel olarak güvenip güvenmediğine ilişkin nedenselliği (*haftungsbegründende Kausalität*) ispat yükünün davacı yatırımcıda ve bu açıklama ile fiyatlar üzerindeki etkisi arasındaki nedensellik bağını (*haftungsausfüllende Kausalität*) ispat yükünün de davalıda olması gerekmektedir.⁹⁸⁹

⁹⁸⁵ §826 BGB hükmüne ilişkin medeni hukuk davalarında geliştirilen içtihatlar gereği, daha çok dolandırıcılık davalarında kullanılır. Alman usul hukuku hükümleri (özellikle §287 ZPO), hakimlere nedensellik bağı ve zarar miktarı konusunda oldukça geniş takdir yetkisi tanımaktadır, bkz. Feess/ Halfmeier, s. 365.

⁹⁸⁶ Feess/ Halfmeier, s. 365; Koch, s. 382, para. 111.

⁹⁸⁷ Infomatec I Davası, s. 134 ve 144.

⁹⁸⁸ Koch, s. 382, para. 111.

⁹⁸⁹ Feess/ Halfmeier, s. 365 ve 374.

Yatırımcının doğru bilgi açıklandıktan sonra menkul kıymetin fiyatının ciddi şekilde düştüğünü kanıtlamasının nedensellik bağı açısından yeterli olacağı belirtilmektedir.⁹⁹⁰ Tabi fiyatlardaki düşüşün zamansal açıdan farklı sebepleri de olabilir, ancak bunu, davalı kanıtlamak zorundadır ki bu da pratikte ispat yükünün ters çevrilmesine eşdeğerdir.⁹⁹¹ *EM.TV* kararından etkilenen BGH, *IKB* kararında, yatırımcının, menkul kıymetin satın alındığı fiyat ile doğru bilgi açıklansaydı oluşacak fiyat arasındaki farkı (*Kursdifferenzschaden*) karşılayabilmenin yanı sıra menkul kıymetin mülkiyetini ihraççıya geçirmesi suretiyle satış bedelinin tamamını geri alabilmesine (*Naturalrestitution*) imkan vermiştir.⁹⁹² Mahkemeye göre, davacı yatırımcı, ihraççı, doğru içsel bilgiyi açıklasaydı menkul kıymeti satın almayacağını kanıtlayabilirse (zarar nedenselliği) yatırımcı o menkul kıymetin fiyatının tamamını zarar olarak ihraççıdan temin edebilir.⁹⁹³ Ancak yatırımcının bu hususu kanıtlayamaması halinde, sadece o menkul kıymete ödediği fiyat ile olması gereken gerçek fiyat arasındaki farkı isteyebilir.

Yatırımcının sadece farkı talep ettiği davalarda zararın hesaplanması, doğru bilginin piyasaya açıklanmasının ardından mümkün olacağı için BGH, hakim bazen tahmin yürütmek yoluyla zararı hesaplayacağını belirtmektedir.⁹⁹⁴ *IKB* kararından sonra Federal Mahkeme ciddi ve ağır şekilde eleştirilmiştir⁹⁹⁵ ve doktrinde yatırımcı tarafından

⁹⁹⁰ Feess/ Halfmeier, s. 365.

⁹⁹¹ Feess/ Halfmeier, s. 365.

⁹⁹² *IKB Davası*, s. 228 vd.; Schmolke, s. 154.

⁹⁹³ *IKB Davası*, s. 23.

⁹⁹⁴ BGH, II ZR 287/02, 9. Mai 2005, *EM.TV*, s. 17-18, (<<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&nr=33266&pos=0&anz=1>>, Erişim Tarihi: 06.11.2016). Hakim burada sıradan bir tahmin yürütmek yerine §287 ZPO uyarınca varsayımsal zararı hesaplayacaktır.

⁹⁹⁵ Schmolke, s. 153.

tazmin edilebilecek zararın, satın alma fiyatıyla; bilgi, doğru, tam ve zamanında açıklansaydı oluşacak olan varsayımsal fiyat arasındaki farka eşdeğer olması gerektiği kabul edilmektedir.⁹⁹⁶ Zararın hesaplanmasının belirsiz oluşu ve davalının satış bedelini ödemek zorunda kalması, davalıyı piyasadaki fiyat dalgalanması riskine karşı savunmasız bırakmaktadır.⁹⁹⁷ Diğer taraftan satış bedelinin, mülkiyetin ortaklığa geçirilmesi kaydıyla yatırımcıya geri verilmesi, ortaklığın sermayesinin korunmasına ve ortaklığın kendi paylarını satın almasına ilişkin hükümler açısından da sorun oluşturabilir.⁹⁹⁸ Ancak BGH ortaklıklar hukukuna ilişkin bu hükümlerden ziyade kamu düzenine yönelik kasıtlı bir zararın verilmesi halinde sorumluluğun doğacağına ilişkin hükmüne öncelik tanımaktadır.⁹⁹⁹ Hatta ECJ, önüne gelen bir davada bu uygulamanın sermayenin korunmasına ilişkin yönergeye¹⁰⁰⁰ uygun olduğunu belirtmiştir.¹⁰⁰¹

İçsel bilginin gecikmeksizin açıklanmaması veya yanlış bir şekilde açıklanmasından dolayı ihraççının yöneticilerinin herhangi bir sorumluluğunun olup olmadığı da ayrı bir tartışma konusu olmuştur. Yerleşik içtihatlarına uygun olarak, yanlış bilgi içeren belgeleri açıklayan yöneticiler de dahil herkesin, verdikleri zararlardan sorumlu olduklarını BGH, *Infomatec* davasında¹⁰⁰² kabul etmiştir. Burada, içsel bilginin

⁹⁹⁶ Koch, s. 382, para. 112; Fuchs, Kommentar zum WpHG, §§37b, 37c(41).

⁹⁹⁷ Koch, s. 382, para. 112.

⁹⁹⁸ Bkz. sırasıyla §57 et seq AktG ve §71 AktG.

⁹⁹⁹ Ancak BGH, ihraççının sorumlu olduğu miktarın malvarlığı ile mi yoksa sermayesi ile mi sınırlı olduğuna karar vermemiştir, Koch, s. 383, para. 113 ve s. 384, para. 116.

¹⁰⁰⁰ Directive (EU) 2017/1132 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 relating to certain aspects of company law.

¹⁰⁰¹ Hirmann Davası, s. 9-10.

¹⁰⁰² Bu davada, Infomatec AG, bir iletişim ortaklığının kendilerinden toplamda 55 milyon Mark değerinde ürün alacağına ilişkin bir içsel bilgiyi açıklamıştır ve piyasadaki paylarının fiyatları %20'ye kadar artmıştır. Ancak sonrasında açıkladığı bu içsel bilginin doğru olmadığı ortaya çıkınca fiyatlar ciddi bir düşüş göstermiştir. Bkz. BGH, II ZR 218/03, Infomatec AG Urteil, 19. Juli 2004,

kasıtlı bir şekilde yanlış açıklanmasının kamu düzenine ve ahlaka aykırı olduğu gerekçesiyle ortaklık yöneticileri de §826 BGB uyarınca zararlardan sorumlu tutulmuştur. BGH bu davadaki yorumunu, sonrasında *EM.TV* ve *Comroad* davasında da benimsemiştir.¹⁰⁰³ Bu davalarda ihraççılar, §826 BGB ve §31 BGB hükümlerine göre sorumlu tutulmuşken, ihraççıların yönetim kurulu üyeleri de §826 BGB hükmü uyarınca sorumlu bulunmuştur.

Uygulamada ise yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu, yatırımcının zararının tazmini açısından ihraççı ortaklığın sorumluluğundan daha büyük önem arz etmektedir; çünkü çoğu kez ihraççı ortaklığın ekonomik durumu zararı karşılamaya yetmeyecektir.¹⁰⁰⁴ İkinci olarak yöneticilerin piyasa dolandırıcılığı hükümlerinden de sorumlu tutulabilecekleri belirtilmiş ve bu davada da yöneticiler, ilgili hükümler olan §823(2) BGB ve §400(1)(1) AktG hükümlerine göre yargılanmışlardır.¹⁰⁰⁵ BGH ayrıca, dava sonunda haklı bulunan bir davacının, sadece satın alma işleminin yapıldığı yapay fiyat ve düzeltici açıklama sonunda oluşan fiyat arasındaki farkı değil, ayrıca elindeki payları geri vermek suretiyle, işlemin yapıldığı fiyatın tamamını isteyebileceğine karar vermiştir.¹⁰⁰⁶

(<<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=6fb93a9829aff8dee34cfdc459677384&nr=29990&pos=3&anz=4>>, Erişim Tarihi: 19.01.2017).

¹⁰⁰³ Bkz. BGH, II ZR 287/02, 9. Mai 2005, *EM.TV*, s. 10, (<<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&nr=33266&pos=0&anz=1>>, Erişim Tarihi: 06.11.2016); BGH, II ZR 80/04, 28. November 2005, *Comroad I*, s. 2, (<<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&nr=39311&pos=0&anz=1>>, Erişim Tarihi: 05.01.2017). Söz konusu sorumluluğun yasal dayanağı için bkz. §826 BGB.

¹⁰⁰⁴ Koch, s. 382, para. 110.

¹⁰⁰⁵ Bu hükümler sırasıyla, koruyucu hukukun ihlalinden ve ihraççının finansal durumunun yanlış gösterilmesinden doğan sorumluluk hükümleridir.

¹⁰⁰⁶ BGH, II ZR 287/02, 9. Mai 2005, *EM.TV Davası*, s. 14-15 ve 17, (<<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&nr=33266&pos=0&anz=1>>, Erişim Tarihi: 06.11.2016).

5. Birleşik Krallık Hukukunda

a. Common Law'dan Kaynaklanan Haksız Fiil Sorumluluğu

Birleşik Krallık hukukunda hukuka aykırı kamuyu aydınlatmadan dolayı bir yatırımcının başvurabileceği birkaç yol bulunmaktadır: (i) FSMA §90 hükmünde yer alan izahnamedeki hukuka aykırı olarak açıklanmış bilgilerden doğan sorumluluk, (ii) FSMA §90A hükmündeki dönemsel kamuyu aydınlatma kurallarına aykırılık halinde doğan ihraççının sorumluluğu, (iii) 1967 sayılı Kanundan (*Misrepresentation Act of 1967*) doğan ve bir sözleşmenin kurulmasından önce bilginin yanlış sunulmasından kaynaklanan sorumluluk ve (iv) gerçeğe aykırı bir bilginin ihmal ile kamuya açıklanması halinde *common law*'dan kaynaklanan haksız fiil sorumluluğu (*tort of negligent misstatements*).

Öncelikle, *common law* ilkeleri uyarınca kabul edildiği üzere, sadece ekonomik kayba sebep olan ve gerçeğe aykırı bir bilginin ihmal sonucu açıklanması ve bazı şartlar ve standartların uygulanması halinde haksız fiil sorumluluğu doğabilmektedir. İlk olarak *Hedley Byrne* davasında¹⁰⁰⁷ Lordlar Kamarası gerçeğe aykırı bilginin ihmale dayalı olarak verilmesinde bir özen borcu ihlalinin söz konusu olabileceğinden bahsederek bu tür sorumluluğun yolunu açmıştır. Bu sorumluluğun doğabilmesi için açıklamayı yapan kişinin, zarara uğrayan kişiye karşı bir özen borcunun bulunması, açıklamanın bu özen borcuna aykırılık taşıması ve açıklamanın bir zarara sebebiyet vermesi gerekmektedir.¹⁰⁰⁸

¹⁰⁰⁷ UK House of Lords, *Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd* [1963] UKHL 4, 28 May 1963, (<<http://www.bailii.org/uk/cases/UKHL/1963/4.html>>, Erişim Tarihi: 23.05.2017).

¹⁰⁰⁸ Bengtzen, s. 430.

Lordlar Kamarası, daha önce *Hedley Byrne* davasında bahsettiği haksız fiil sorumluluğunun, esaslarının geliştirildiği *Caparo* davasında, sorumluluğun tesisinde özen borcunun bulunup bulunmadığına ilişkin standartlar oluşturmuştur: (i) zararın öngörülebilirliğinin, (ii) ihraççının bilginin belirli bir gruba iletileceğini bildiğinin ve son olarak da (iii) bu özen borcunun üstlenilmesinin adil, makul ve haklı olduğunun mahkeme tarafından değerlendirilmesi gerekir.¹⁰⁰⁹ Ayrıca aynı davada kabul edilen bir bilirkişi raporunda, bağımsız denetim raporunun amacının kamuya aydınlatma ilkesine uygun olarak yatırımcıya bilgi vermek değil, pay sahiplerinin ortaklık üzerindeki belirli kontrol haklarının kullanılmasını sağlamak olduğu belirtilerek denetim raporlarının, *common law* kaynaklı sorumluluğa sebep olması engellenmiştir.¹⁰¹⁰

Özen borcunun tesis edilmesinde *common law*'da kullanılan standartları, dönemsel kamuyu aydınlatma yükümlülüğünde ihraççının sorumluluğunun kabul edilmesi için şimdiye kadar uyarlayan ve kullanan herhangi bir dava görülmemiş, ancak teorik olarak bu olasılık gözönüne alınmıştır.¹⁰¹¹ Kamuyu Aydınlatma Yönergesinin ve MAR'ın amaçları doğrultusunda sermaye piyasalarında yatırımcılara, yatırım kararlarını verirken göz önüne alabilmelerine imkan tanımak için ihraççıya, kamuya açıklama yapma yükümlülüğü getirilmiştir.¹⁰¹² Dönemsel kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun, *common law*'daki gerçeğe aykırı bilginin ihraççının yöneticileri ve denetçiler tarafından ihmalle verilmesi halinde de bu amaçların uygulanmasını haklı

¹⁰⁰⁹ UK House of Lords, *Caparo Industries PLC v. Dickman* [1990] UKHL 2, 08 February 1990, (<<http://www.bailii.org/uk/cases/UKHL/1990/2.html>> Erişim Tarihi: 01.10.2016). Buradaki standartlar Lord Bridge tarafından geliştirilmiştir. Benzer standartlar için bkz. Lord Oliver'in değerlendirmesi.

¹⁰¹⁰ Bengtzen, s. 431 ve 436.

¹⁰¹¹ Bengtzen, s. 432.

¹⁰¹² Kamuyu Aydınlatma Yönergesi m. 4 ve 5; Kamuyu Aydınlatma Yönergesi Recitals 1, 5, 7 ve 11; MAR m. 1; MAR Recitals 2, 31 ve 55.

çıkartıp çıkarmadığı tartışılmıştır.¹⁰¹³ FMLC de Kamuyu Aydınlatma Yönergesinin, Birleşik Krallık Hukukuna uyarlanması sonucunda *Caparo* davasındaki standartların, ihraççı ve denetçilerin, yatırımcıya bilgi vermesi ve sonrasında buna güvenen yatırımcının zarara uğraması halinde sorumlu tutulmalarına yol açacağı riskini dile getirmiştir.¹⁰¹⁴

Bundan sonra 2006 yılında, §90A FSMA ile yatırımcıya karşı ihmalden kaynaklanan sorumlulukları tamamen uygulama dışı bırakan ve kamunun dönemsel aydınlatılmasında ihraççıya hileye dayalı olarak sorumluluk yükleyen bir hüküm öngörülmüştür. Ancak daha sonra bu hükümdeki sorumluluğa yönelik olarak hazırlanan raporda, yatırımcıya yönelik yapılan açıklamaların *common law*'daki ihmalden doğan sorumluluğa konu olmasına ilişkin endişelerin aslında temelsiz olmadığı kabul edilmiştir.¹⁰¹⁵ Yine de yeni sorumluluk rejiminin *common law*'daki ihmalden kaynaklanan sorumluluğun üzerinde olmaması gerektiği; ancak her iki sorumluluk rejiminin de varlığını sürdürmesi gerektiği belirtilmiştir.¹⁰¹⁶

Caparo standartlarının izahname hukukunda kullanılarak sorumluluk tesis edilebilmesine yönelik bazı davalar ortaya çıkmıştır. *Caparo* standartlarının izahname hukukuna uyarlanması ile ihraççının belirli bir amaçla bir bilgiyi piyasaya sunmuş olması, ihraççının o bilginin belirli bir gruba iletileceğini bilmesi ve yatırımcının

¹⁰¹³ Bengtzen, s. 436. House of Lords, Select Committee on the European Union, 18 November 2003, Towards a Single Market For Finance: The Financial Services Action Plan, para. 65-68. Hatta Lordlar Kamarasının final raporunda da bu husustaki meşru belirsizliğin devam ettiği bildirilmiştir, bkz. House of Lords, European Union Committee, 19 May 2004, "Directors' and Auditors' Liability-Report With Evidence", 15th Report Session of 2003-04, para. 22.

¹⁰¹⁴ Financial Markets Law Committee, Transparency Obligations Directive, October 2004, Issue 76, para. 3.6. ve 2.11.

¹⁰¹⁵ Davies, P.: Davies Review of Issuer Liability Liability For Misstatements to the Market, Discussion Paper, March 2007, s. 23, para. 43-45.

¹⁰¹⁶ Davies (Review), s. 22-23, para. 42-43.

bağımsız bir şekilde o bilgiye göre karar vermesi halinde ihraççının yatırımcıya karşı özen borcunun bulunduğu hükmedilmesi gerekir.¹⁰¹⁷ İzahnameye dayalı olarak birincil piyasada yapılan alım satımlarda, ihraççının yöneticilerinin, potansiyel yatırımcılara karşı özen borcunun olmadığına ve dolayısıyla bu durumda ihraççının *common law*'da gerçeğe aykırı bilginin ihmale dayalı olarak açıklanmasından doğan sorumluluğunun bulunmadığına *Al-Nakib* davasında hükmedilmiştir.¹⁰¹⁸ Bu davada *common law*'da var olan ve gerçeğe aykırı bir bilginin ihmal yolu ile açıklanmasından doğan sorumluluğun (*tort of negligent misstatements*) şartlarının izahname hukukuna da uyarlanması bu şekilde engellenmiştir.

Sonrasında başka bir mahkeme, izahnamenin sadece birincil piyasadaki alım satımlarda kullanılmak için değil, ikincil piyasada da kullanılmak için çıkarıldığını ihraççının en başından bildiğini belirtmiştir.¹⁰¹⁹ Diğer taraftan FCA, hazırladığı bir raporda izahnamenin amacının etkin bir ikincil piyasa oluşturmak olduğunu kabul etmiştir.¹⁰²⁰ Böylece aslında izahnameler açısından ihraççının özen borcunun şartlarının bulunduğu; dolayısıyla *common law*'daki bu sorumluluğun da kullanılabilmesine zemin hazırlanmıştır.

Sonuç olarak bir yatırımcı, zararının tazmin edilmesi için iddiasının mahkemeler tarafından halihazırda kabul edilmiş bir sorumluluk rejimine girdiğini ispat etmeli veya davayı gören mahkeme *common law* kaynaklı bu haksız fiil sorumluluğunu aşamalı

¹⁰¹⁷ Bengtzen, s. 431-432.

¹⁰¹⁸ *Al-Nakib Investments Ltd v Longcroft* [1990] 3 All ER 321 (Ch D).

¹⁰¹⁹ *Possfund Custodian Trustee Ltd v Diamond* [1996] 2 All ER 774 (Ch D), s. 786.

¹⁰²⁰ FCA, April 2016, Discussion Paper 16/3: Availability of Information in the UK Equity IPO Process, s. 18, para. 3.3.

olarak genişletip o yatırımcının davasına da uygulamalıdır.¹⁰²¹ Çünkü herhangi bir hükümde yer alan özen yükümlülüğü, gerçeğe aykırı bilginin ihmal sonucu kamuya açıklanması sebebiyle ortaya çıkan ve *common law* kaynaklı bu haksız fiil sorumluluğunu doğurmaz.¹⁰²²

b. İzahnameden Doğan Sorumluluk

1889 tarihinde *Derry* davasında¹⁰²³ halktan para toplamak için izahnamede bazı bilgilerin kamuya yanlış sunulduğu belirlendikten sonra Lordlar Kamarası, yanlış bilgi içeren izahnameler açısından, ihraççının iyi niyetli yöneticilerinin sorumluluğunun bulunmadığına hükmetmiştir. Mahkeme bu davada, *common law* ilkelerine göre, ihraççının yöneticilerinin, açıklamaların gerçeğe uygun olduğuna güvenmelerinin, bu güvenleri makul olmasa bile, kusur sorumluluğunun doğmasını engellediği yorumunda bulunmuştur.¹⁰²⁴ Nitekim Lordlar Kamarası, kusur sorumluluğunun doğabilmesi için bir kimsenin açıklamanın yanlış olduğunu bilmesi (kasıtlı olması: *intention*) veya bir bilginin yanlış olduğuna yönelik bilgisizliğinin ağır ihmalden (*recklessness*) kaynaklanması gerektiğini belirtmiştir.¹⁰²⁵ Bu davanın ardından hukuki sorumluluk konusunda hala bazı boşlukların olduğu anlaşılmış ve sonrasında yürürlüğe giren 1890 tarihli DLA da bu davaya tepki olarak çıkarılmıştır.¹⁰²⁶

¹⁰²¹ Bengtzen, s. 441.

¹⁰²² House of Lords, Customs & Excise Commissioners v Barclays Bank plc [2006] UKHL 28, 21 June 2006, para. 39, (<<https://publications.parliament.uk/pa/ld200506/ldjudgmt/jd060621/custom.pdf>> Erişim Tarihi: 19.03.2017)

¹⁰²³ House of Lords, *Derry v. Peek* (1889) LR 14 App Case 337, 01 July 1889, (<<http://www.bailii.org/uk/cases/UKHL/1889/1.html>>, Erişim Tarihi: 12.11.2016).

¹⁰²⁴ *Derry* davası, s. 337

¹⁰²⁵ *Derry* davası, s. 337.

¹⁰²⁶ Kilbride, s. 266.

DLA'nın ilgili hükümleri uyarınca ne kadar dürüst olursa olsun izahnamede yer alan gerçeğe aykırı, yanlış veya yanıltıcı bilgiden dolayı, hile kastı olmasa da, ihraççının yöneticileri ağır ihmallerinden de sorumlu tutulmuştur. Bu sorumluluk hükümleri, menkul kıymete ilişkin birincil veya ikincil piyasalarda yapılan alımların tümüne uygulanacaktır. İzahnamedeki bilgilerin yanlış veya eksik olmasından dolayı sorumluluğun doğabilmesi için bu yanlışlığın veya eksikliğin aldatıcı olduğunun kabul edilebilmesini, bilginin, hükümlerde açıkça yer almasa da kavram olarak işaret edilen bir önem testine (esaslılık: *materiality*) tabi tutulmasını gerektirmektedir.¹⁰²⁷

1890 tarihli DLA ile getirilen sorumluluğun modern bir versiyonu olan FSMA §90 hükmünde FCA'ya gönderilen izahnamede yer alan bilgilerdeki eksiklik veya yanlışlıklardan kaynaklanan bir sorumluluk mevcuttur. Söz konusu bu hüküm, İzahname Tüzüğü m. 11'deki sorumluluk hükmünün ulusal mevzuata uyarlanmış hali olup birincil ve ikincil piyasalarda izahnameye dayalı olarak yapılan menkul kıymet alım satımlarında yatırımcının korunması ve piyasanın etkin bir şekilde işleyişini sağlamak amacıyla getirilmiştir. Bu yol, *common law*'da gerçeğe aykırı bir bilginin ihmal yolu ile açıklanmasında sorumluluğun doğması yoluyla (*tort of negligent misstatements*) zararın tazmin edilmesinden ziyade daha çok tercih edilebilecek bir yoldur; çünkü söz konusu hükümde ispat yükü tersine çevrilmiştir.

FSMA §90 hükmünde yanlış bilgiye güvenildiğinin ve ihraççının özen borcuna aykırı davrandığının zarar gören yatırımcı tarafından ispatlanmasına gerek yoktur.¹⁰²⁸

Ayrıca FSMA §90 hükmü, sorumluluk açısından özel hüküm olmadığı için

¹⁰²⁷ Khoo, s. 62.

¹⁰²⁸ Bengtzen, s. 433.

sorumluluğun tesis edilebileceği ihmale dayalı gerçeğe aykırı kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk gibi diğer yolların da kullanılması mümkündür.¹⁰²⁹

2000 tarihli FSMA §90 hükmü uyarınca davacının, izahnamedeki bir yanıltıcı, yanlış veya eksik bilgiden dolayı zarara uğramış olması gerekirken, hukuka aykırı izahnamenin yatırım kararına etkili olduğunun (işlem nedenselliği veya güven testi: *reliance test*) kanıtlanmasının gerekip gerekmediği açık değildir.¹⁰³⁰ İlgili hüküm hiçbir tereddüte yer bırakmayacak şekilde, yatırımcının zararının yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiden kaynaklanmış olmasını, yani zarar nedenselliğinin kanıtlanmasını gerektirmektedir. İzahnameye güvenildiğinin ispatlanmasından ziyade, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan hukuka aykırı bilginin menkul kıymetin piyasa fiyatını etkilediğinin gösterilmesinin yeterli olması gerektiği doktrinde savunulmaktadır.¹⁰³¹ Aksi halde yatırımcının bu belgeye güvenip sermaye piyasası aracına yatırım yaptığını (güven testi) ispatlaması gerekmez. Davacının, manipülatif dönemde bir menkul kıymeti satın aldığını ispatlamasına veya satışın tamamlanmamış olmasına gerek yoktur, nitekim menkul kıymetin edinilmesine ilişkin bir sözleşmenin bulunması yeterlidir.¹⁰³²

Birleşik Krallık hukukunda izahnamede yer alan bir bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik kabul edilmesi için esaslı nitelikte bir yanlışlığın bulunması aranmaktadır.¹⁰³³ Bu hükme göre izahnamenin kapsadığı bir menkul kıymeti satın alan ve izahnamedeki bir bilginin yanlış veya yanıltıcı olmasından ya da §80 veya §81 FSMA hükümleri

¹⁰²⁹ FSMA §90(6); Bengtzen, s. 433.

¹⁰³⁰ Khoo, s. 64; Hudson, s. 573, para. 23-15.

¹⁰³¹ Khoo, s. 63; Hudson, s. 573, para. 23-16.

¹⁰³² Menkul kıymetin edinilmesine ilişkin sözleşme, iştirak taahhüdü veya ikincil piyasalarda satış sözleşmesi olabilir, Hudson, s. 572, para. 23-13.

¹⁰³³ Khoo, s. 61.

uyarınca dahil edilmesi gereken bilgileri içermeyen izahnamedeki eksiklik dolayısıyla zarara uğrayan kimsenin zararının karşılanması zorunludur. Dolayısıyla burada sorumluluk, kusur esasına dayanmaktadır ve sorumlular sadece kendilerince hazırlanan içeriğin gerçeğe uygun ve eksiksiz olmasından dolayı sorumludurlar.

İzahnamenin içeriğindeki esaslı nitelikteki yanlışlık, yanıltıcılık veya eksikliğin yatırımcı tarafından gerçekten bilinmesi de gerekmemektedir. İşlem nedenselliğinin varlığı bu hükümler uyarınca, izahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi sonucu sermaye piyasası aracının fiyatının düşmüş olması ile karineten kabul edilmektedir.¹⁰³⁴ İhraççılar, yöneticiler ve izahnamenin tamamı veya bir kısmı için sorumlulukları olduğunu kabul eden diğer tüm kişiler, ihmallerinden ve izahnamede bir bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik olarak kamuya açıklanmasından doğan zararlardan sorumludurlar. Zarar gören yatırımcının izahnameye güvenip güvenmediğine bakılmaksızın, hukuka aykırı açıklamalar sonucu söz konusu menkul kıymeti satın almış ve zarara uğramış olması sorumluluğun doğması için yeterlidir.¹⁰³⁵

İzahname uyarınca sorumlu olan kişiler, 2012 yılında FSA yerine kurulan FCA tarafından yayınlanan İzahname Kurallarında (*Prospectus Rules*)¹⁰³⁶ belirtilmiştir. Buna göre sorumlular; ihraççı, ihraççının bir ticaret ortaklığı olması halinde yönetim kurulu üyeleri, izahnamede adı geçen tüm yöneticileri ile kıdemli yöneticisi, izahnamedeki bilgilerden sorumlu olduğunu kabul edip bunu izahnameye yazan herkes, halka arz

¹⁰³⁴ Hudson, para. 5.790.

¹⁰³⁵ Davies, P.: *Liability for Misstatements to the Market*, CMLJ 2010, V. 5, N. 4, s. 443.

¹⁰³⁶ Financial Conduct Authority's Prospectus Rules, April 2019, Release No. 38 <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PR.pdf>> (Erişim Tarihi: 11.09.2018).

edenler ve son olarak da izahname içeriği ile yetkili olan herkeştir.¹⁰³⁷ Bu kategoriye avukatlar, muhasebeciler gibi meslek uzmanları da girmesine rağmen, 5.5.9. Kural'ı uyarınca salt izahname içeriğine ilişkin profesyonel görüş bildiren uzmanların sorumluluğundan söz edilemez. FSMA §90 hükmü uyarınca sorumlu olan ihraççı ve yöneticileri için bir savunma imkanı da FSMA *Schedule* §10'da getirilmiştir.¹⁰³⁸ Buna göre açıklamanın doğru olduğuna ve yanıltıcı olmadığına inanmışlarsa bu hususu kanıtlayan ihraççı ve yöneticiler sorumluluktan kurtulacaklardır.

Ayrıca FSMA §90(12) hükmünde, izahnamenin özet kısmından doğan sorumluluğa ilişkin İzahname Tüzüğü m. 7'deki hükme yer verilmiştir. Yani, özet bölümünün, izahnamenin diğer kısımlarıyla birlikte okunduğunda yanıltıcı, yanlış, uyumsuz veya esaslı nitelikteki eksik bir bilgiyi içermesi halinde ihraççının sorumluluğu doğmaktadır. Ancak özetteki gerçeğe aykırı bilgilendirmeden doğan sorumluluğun *common law*'daki gerçeğe aykırı bilginin ihmale dayalı olarak verilmesi halinde aranan standartlarla kurulabilmesi mümkün değildir.¹⁰³⁹ Benzer nitelikteki bir hüküm de paket perakende ve sigortaya dayanan yatırım ürünlerinde hazırlanan kilit bilgileri içeren belgelerde (*key information documents*) açıklanan bilgilerin gerçeğe uygun, adil, açık olması ve yanıltıcı olmamasını gerektirir.¹⁰⁴⁰ Bu bilgilerin, bağlayıcı olan belgelerdeki diğer ilgili bilgilerle okunduğunda yanlış, yanıltıcı veya uyumsuz olması ve yatırımcının bu bilgilere güvenmesinden dolayı zarara uğradığını ispatlaması halinde üreticinin

¹⁰³⁷ Prospectus Rules 5.5. FCA Handbook uyarınca izahnameden dolayı sorumlu olan kişiler sayılmıştır. Burada izahname içeriği ile yetkili olan kişiler, izahnamenin hazırlanmasında veya onaylanmasında yetkili olan herkes olarak belirtilmiştir.

¹⁰³⁸ Schedule §10 FSMA, Part 2, Subsection 3.

¹⁰³⁹ Bengtzen, s. 435.

¹⁰⁴⁰ Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs), m. 11.

sorumluluğu doğmaktadır. Hükmün kaleme alınış şekli izahnamede özetten doğan sorumluluk hükmüne benzese de bu tür belgelerdeki bilgilerin gerçeğe uygun ve doğru olduğu ispat yükü üreticiye aittir.¹⁰⁴¹

FSMA'da hukuka aykırı bilgi içeren izahnameden doğan sorumlulukta tazminatın kapsamı veya nasıl hesaplanacağına ilişkin bir hüküm yer almamaktadır ve bu hususta yargısal içtihatlar henüz oluşmamıştır.¹⁰⁴² Ancak doktrindeki bir görüşe göre, davacı satın aldığı menkul kıymetin bedelinin ödenmesi karşılığında menkul kıymeti geri vermek gibi belirli bir edimin yerine getirilmesini isteyemese de, söz konusu kıymeti satın aldığı ve sattığı fiyat arasındaki farkı isteyebilmelidir.¹⁰⁴³

c. Dönemsel Aydınlatmadan Doğan Sorumluluk

Birleşik Krallık anonim ortaklıkları, Ortaklıklar Kanunu (*Companies Act of 2006*) §395(1) uyarınca kamuya açıklanması gereken yıllık finansal raporlarını ve konsolide raporlarını IFRS ve IAS'a uygun hazırlamak zorundadırlar. Finansal raporlar, PIP'ler aracılığıyla kamuya duyurulur ve aynı zamanda da FCA'ya iletilir. Kamunun dönemsel aydınlatılmasına ilişkin, finansal raporların kamuya açıklanması konusunda AB çapında uyum sağlanmış olsa da finansal raporların bir bölümünü oluşturan bütçeye ilişkin sorumluluk beyanının kim tarafından imzalanacağı Birleşik Krallık hukuku açısından belirsizdir.¹⁰⁴⁴ FCA Rehberi ise sorumluluk beyanının hazırlanması konusunda ihraççı ortaklığın bu kişileri belirleyeceğini belirtmekten öteye gitmemiştir.¹⁰⁴⁵ FCA'nın

¹⁰⁴¹ Bengtzen, s. 440.

¹⁰⁴² Veil (European Law), s. 307, para. 80.

¹⁰⁴³ Veil (European Law), s. 307, para. 80.

¹⁰⁴⁴ Brinckmann, s. 321, para. 22.

¹⁰⁴⁵ FSA, *Implementation of the Transparency Directive*, 2 October 2006, PS 06/11, para. 2.50.

resmi olmayan haber bülteni ise ara dönem finansal raporların dürüst resim ilkesine uygun olarak hazırlandığına dair sorumluluk beyanını imzalayacak sorumlu kişinin, yönetim kurulu veya temsilci yönetici olacağını işaret etmektedir.¹⁰⁴⁶

Hazırlanan ve kamuya açıklanan finansal raporların mevzuata uygun olduğuna dair denetim yetkisi, finansal raporlama alanında özel bir kurum olan FRC'nin bir birimi olarak Yürütme Komitesindedir (*Conduct Committee*).¹⁰⁴⁷ Finansal raporlarda herhangi bir potansiyel aykırılık bulunması halinde resmi bir soruşturma başlatmadan evvel Yürütme Komitesi, ortaklıkla işbirliği yaparak barışçıl bir çözüm yolu bulmaya çalışır; aksi halde resmi soruşturma kapsamında Teftiş Grubu (*Review Group*) atanır.¹⁰⁴⁸ Atanan bu teftiş grubu da bir kez daha ortaklıkla barışçıl yollarla raporun düzeltilmesi veya yanlışlığın açıklanması gibi bir anlaşma yapmayı dener, ancak bu da mümkün olmazsa, Yürütme Komitesi dava açar.¹⁰⁴⁹ Yürütme Komitesinin, dava açmak yoluna başvurmak dışında herhangi bir yaptırım gücü bulunmasa da inceleme sürecinde bülten (*press notice*) yayımlamak suretiyle kamuya duyuru yapma imkanı, ortaklıklar üzerinde bu Komite ile işbirliği konusunda bir baskı oluşturmaktadır.¹⁰⁵⁰

İzahname sorumluluğunun, 1889 tarihli *Derry* davasında tartışılması dolayısıyla uzun zaman önce 1890 tarihli Yöneticilerin Sorumluluğu Kanununda düzenlenmiş

¹⁰⁴⁶ FSA, List!, March 2008, No. 18, para. 6.1.2.

¹⁰⁴⁷ Yürütme Komitesi, 2006 tarihli Ortaklıklar Kanunu Sec. 457 (§457 Companies Act 2006) ile kendisine verilen bu üst gözetime ilişkin yasal görevini belirli kurallar çerçevesinde yerine getirmektedir. Bunun için bkz. The Conduct Committee, Operating Procedures For Reviewing Corporate Reporting, 1 April 2017, <<https://www.frc.org.uk/getattachment/fb5437a7-641b-4c18-b9f8-8baa7f36c7a5/Conduct-Committee-Operating-Procedures-April-2017.pdf>> (Erişim Tarihi: 21.11.2018).

¹⁰⁴⁸ The Conduct Committee, Operating Rules, s. 4, para. 20-23.

¹⁰⁴⁹ The Conduct Committee, Operating Rules, s. 7, para. 38-40.

¹⁰⁵⁰ Brinckmann, s. 337, para. 65; The Conduct Committee, Operating Rules, s. 12, para. 68.

olmasına rağmen, diğer belgelerden doğan sorumluluğun mevzuatta düzenlenmesi oldukça uzun bir zaman almıştır.¹⁰⁵¹ Ayrıca 19. yüzyılın sonlarına doğru bile Birleşik Krallık'ta ortaklıkların zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülüğü bulunmamaktaydı ve 20. yüzyılın sonlarında geliştirilen bu tür kurallar da LSE'nin düzenleme alanına girdiği için, kamuyu aydınlatmadan kaynaklanan genel bir sorumluluk kuralının öngörülmesine imkan yoktu.¹⁰⁵² Dolayısıyla ihraççının izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerinde vermiş olduğu hukuka aykırı bilgilerden dolayı sorumluluğun doğması için *common law*'a başvurulmaktaydı.¹⁰⁵³ 2004 tarihinde ise AB mevzuatında Kamuyu Aydınlatma Yönergesinin (m. 7), üye devletlerin ulusal hukuk mevzuatındaki kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluğun, en azından ihraççı veya onun yöneticilerine ait olması gerektiğine dair hüküm düzenlenmiştir. Dolayısıyla Birleşik Krallık de en azından kendi mevzuatında bazı değişiklikler yaparak bu hükmün şartlarını sağlamaya çalışmıştır.¹⁰⁵⁴

İzahname dışındaki belgelerde hukuka aykırı bilgilendirmeden dolayı sorumluluğun doğması için, 2006 tarihli Ortaklıklar Kanunu §1270'te sınırlı bir sorumluluk kabul edilmişti. 1 Ekim 2010 tarihinden önce yayımlanan tüm bilgiler için geçerli olan bu sorumlulukta, açıklanacak bilgilerin kapsamı genişletilmiş ve bu hükmün uygulanacağı piyasaların sayısı artırılmıştır.¹⁰⁵⁵ Ancak bu hükümle önceden beri var olan sorumluluk sisteminin temel ilkelerine dokunulmamış ve yatırımcılara karşı, ihraççının

¹⁰⁵¹ Davies (Liability), s. 444.

¹⁰⁵² Davies (Liability), s. 444.

¹⁰⁵³ Davies (Liability), s. 444.

¹⁰⁵⁴ Birleşik Krallık bu hususta *stop-gap* yaklaşımına başvurmuş ve yeni bir ulusal düzenleme yapmıştır, Davies (Liability), s. 444-445.

¹⁰⁵⁵ Davies (Liability), s. 443.

kusura dayalı sorumluluğu devam etmiştir.¹⁰⁵⁶ Sonuç olarak kamuyu aydınlatma belgelerini hazırlayanlar, sadece ortaklığa karşı ve sadece bilgisi olduğu için yani kastı veya ağır ihmali (*knowledge or recklessness*) sebebiyle sorumlu olacaklardır; ancak ortaklık, yanlış veya yanıltıcı bilgi sonucunda yatırım kararı vermiş yatırımcının zararı varsa yatırımcıya karşı sorumlu olacaktır.

1 Ekim 2010 tarihinde FSMA'ya, izahname dışında kalan kamuyu aydınlatma belgelerinde hukuka aykırı bilgi verilmesinden doğan sorumluluğa ilişkin olarak §90A hükmü ve Ek §10A hükmü (*Schedule §10A*) eklendi. FSMA §90A hükmünün ilk haline göre izahname ve MAD kapsamına giren içsel bilgilerin açıklanması hallerinin dışında, diğer kamuyu aydınlatma belgelerinde, sadece menkul kıymetleri organize bir piyasada işlem gören ihraççıların yatırımcılara karşı iki durumda sorumluluğu bulunmaktaydı. İhraççının yetkili yöneticilerinin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunu bildiği bir bilgiyi açıklamaları (kasıtlı olmaları: *fraud or intention*) veya bilginin gerçeğe uygun olup olmadığını veya esaslı bir bilginin açıklanıp açıklanmadığı hususunda ağır ihmalinin bulunması (*recklessness*) halinde, yöneticilerin ihraççı ortaklığa karşı; ihraççının da yatırımcıya karşı sorumluluğu bulunmaktaydı.¹⁰⁵⁷

Yatırımcının dava konusu menkul kıymetlerini satın almış olması da davacı sıfatı için şarttır; nitekim FSMA §90A hükmündeki davacı tanımı oldukça dardır ve menkul kıymetleri mülkiyet dışında başka bir sebeple elinde bulunduranlar veya menkul kıymetini satmış kişilerin bu sıfatı bulunmamaktadır.¹⁰⁵⁸ Zarar gören yatırımcının,

¹⁰⁵⁶ Davies (Liability), s. 443. Yine de yeni bir sorumluluk rejiminin getirildiğine ilişkin olarak bkz. Burn, s. 147-148.

¹⁰⁵⁷ Original version of §90A(4) FSMA.

¹⁰⁵⁸ Davies (Liability), s. 446.

sorumluluk davasında, ihraççı tarafından yapılan açıklamaya güvendiğini ve bu güveninin makul olduğunu ispatlaması da gerekmektedir. Ancak, haksız fiil hukukunun genel kuralına göre, ihraççının, yaptığı hukuka aykırı açıklamalara güvenilmesi amacı ve niyetinin olduğunu kanıtlaması da gerekmemektedir; çünkü bu hususun ispatı oldukça zor olacağı için AB mevzuatına uyum yükümlülüklerinin ihlali söz konusu olabilecektir.¹⁰⁵⁹

FSMA §90A hükmündeki sorumluluğun doktrinde fazlasıyla eleştirilmesi sonucunda, alanında uzman bir akademisyenden ayrıntılı bir rapor hazırlaması ve dönemsel aydınlatmadan doğan sorumluluğa ilişkin önerilerini sunması istenmiştir.¹⁰⁶⁰ Bu rapor sonrasında mevzuatta yapılan değişikliklerden sonra menkul kıymetleri, organize olsun olmasın, bir piyasada işlem görmesi için onay verilen tüm ihraççıların sorumluluğu bulunmaktadır. İhraççının kendi menkul kıymetlerinin bir sermaye piyasasında işlem görmesinde rızası yoksa, o araç dolayısıyla sorumluluğu da doğmaz.¹⁰⁶¹ Söz konusu sermaye piyasası, Birleşik Krallık içinde ise bu hükmün uygulanacağı şüphe götürmez; ancak dışında ise ve Birleşik Krallık, ihraççının kayıt merkezi veya işlerinin yönetildiği merkez ise bu hüküm yabancı bir sermaye piyasasında işlem gören o ihraççılara da uygulanır.¹⁰⁶² Ayrıca hüküm kapsamındaki açıklamaların hangisi olduğu hükmün ilk halinde dönemsel olarak kamuya yapılan açıklamalar olarak belirlenmişti, ancak değişiklikten sonra, sorumluluk doğuran açıklamaların türüne değil

¹⁰⁵⁹ Original version of §90A(5) FSMA; Davies (Liability), s. 445.

¹⁰⁶⁰ Söz konusu akademisyen Prof. Dr. Paul Davies'tir. Kendisinin araştırmaları sonucunda hazırladığı rapor için bkz. Davies Review of Issuer Liability For Misstatements to the Market, Discussion Paper, March 2007.

¹⁰⁶¹ Davies (Liability), s. 447.

¹⁰⁶² Bu tanımlar, MiFID para. 1(1) ve 8(1)'den alınmıştır.

de açıklanma şekline göre bir belirleme yapılmıştır.¹⁰⁶³ Sorumluluğun doğması için bilginin gerçekten açıklanıp açıklanmadığından ziyade kabul edilen yollarla açıklanması veya nerede açıklandığının kamuya duyurulması gerekmektedir.¹⁰⁶⁴

Yanlış veya yanıltıcı bilgilerin kamuya açıklanması durumunda, ihraççının kast veya ağır ihmalinin olması; eksik bilgilerin açıklanması durumunda ise kötünietli olması halinde, yalnızca ihraççının hukuki sorumluluğu doğmaktadır. Buradaki sorumluluğun derecesi, bir eylem veya ihmalin olup olmamasına bağlıdır ve kamuya açıklanan belgelerdeki bilgilerin gerçeğe aykırı olması halinde hafif bir ihmalden dolayı sorumluluk doğmaz.¹⁰⁶⁵ Davacı tarafından kamuya açıklanan belgelerde eksik bir bilginin olduğunun ileri sürülmesi, ihraççının burada önemli bir bilginin dürüstlük kurallarına aykırı şekilde açıklanmasının ihmal edildiğini bildiğinin ispatlanması halinde mümkündür, çünkü ihraççının ancak bu durumda kötünietli olduğu ve sorumluluğunun doğduğu kabul edilir. Bu ölçüt, kasıttan daha dar bir ölçüttür ve ihraççının sorumluluğunun derecesinin yüksek olduğunu göstermektedir.¹⁰⁶⁶

İhraççının kastı, ağır ihmali veya kötünietinin belirlenmesi için ihraççının yöneticilerinin veya kamuya açıklanan belgeye ilişkin sorumluluk üstlenen kişilerin

¹⁰⁶³ Davies (Liability), s. 448.

¹⁰⁶⁴ Bu hükümde kabul edilen yollarla (*recognised means*) duyurulma kavramı belirsizdir. Özellikle İşlem Görme Kurallarında tanınmış bilgi hizmetinin kullanımının zorunlu tutulmadığı bazı sermaye piyasalarında bilgiyi piyasada duyurmak için nasıl bir yol kullanılacağı belirsiz kalmaktadır. Bu durumda da §90A Schedule 10A(1)(2) FSMA uyarınca açıklama yapılırken ihraççı tarafından kullanılan herhangi bir yol, bu madde kapsamında tanınmış yol olarak kabul edilmektedir, Davies (Liability), s. 448; Koch, s. 386, para. 122.

¹⁰⁶⁵ Brinckmann, s. 339, para. 68.

¹⁰⁶⁶ Bkz. §90A Schedule 10A(3)(3) FSMA. Brinckmann, s. 339, dn. 173; Davies (Liability), s. 449; Koch, s. 386, para. 122. Ayrıca hükümdeki kötünietin nasıl yorumlanması gerektiği de §90A Schedule 10A(6) FSMA'da belirtilmiştir: (i) söz konusu piyasada düzenli olarak ticaret yapan kişilerce bir eylemin kötünietli olarak görülmesi veya (ii) davalının, eylemin bu şekilde görüldüğünün farkında olması veya farkında olmasının gerekmesi hallerinde dava konusu eylem kötünietlidir.

davranışlarına bakılmaktadır.¹⁰⁶⁷ Nitekim ihraççının sorumluluğunun doğduğu ve yatırımcının zararını karşıladığı durumlarda, söz konusu aykırılığa bir yöneticinin davranışlarıyla sebep olunduğunun tespit edilmesi üzerine ortaklığın rücu hakkı doğmaktadır. Tabi yöneticiler bu durumda sorumlu olsalar bile yönetici sigortaları (*directors and officers liability Insurance: D&O Insurance*) sebebiyle bu tür bir rücu hakkı sonucunda istenilen etkinin oluşamayabileceğine, yani yöneticilerin hukuka aykırı eylemleri sonucu ortaklığın gerçeğe aykırı bilgilerin kamuya açıklanması dolayısıyla sorumluluğuna yola açmaya devam edebileceklerine dikkat çekilmelidir.¹⁰⁶⁸

Söz konusu hükmün ilk halinde sadece menkul kıymeti satın alan kişilerin davacı olabilecekleri belirtilmiş iken, yapılan değişiklikten sonra, menkul kıymeti satın alan, satan veya elinde bulunduran kişiler davacı olabilecektir. Davacının FSMA §90A Schedule 10A(3)(4) hükmüne göre yanlış, yanıltıcı veya eksik açıklanan bilgiye güvenerek satış işlemini gerçekleştirmiş olduğunu ve bu güveninin o şartlarda makul olduğunu kanıtlaması gerekmektedir. Ayrıca kamuya yapılması gereken açıklamanın geciktirilmesi halinde davacının güven ilişkisini (*reliance*) kanıtlamasına ilişkin bir kural mevcut olmadığı için bu durumda ne tür bir güvenin sorumluluğa sebep olacağı açık değildir. Dolayısıyla bir açıklamanın piyasa fiyatları üzerinde etkili olması, ancak yatırımcının bu açıklamadan haberdar olmaksızın değişen fiyata tepki vermesi halinde FSMA §90A’da düzenlenen bu güven şartının sağlanıp sağlanmadığı belirsizdir.¹⁰⁶⁹

İhraççının sorumluluğunun ağır ihmal (*recklessness*) ve kastla sınırlı olması veya yöneticilerin bu hükme göre üçüncü kişilere karşı sorumluluğunun bulunmaması

¹⁰⁶⁷ Davies (Liability), s. 448.

¹⁰⁶⁸ Davies (Liability), s. 450.

¹⁰⁶⁹ Davies (Liability), s. 450-451.

kurallarının bazı istisnaları mevcuttur. 1967 tarihli Kanununa (*Misrepresentation Act of 1967*) dayanan taleplerin yapılması halinde yöneticilerin de sorumluluğu doğacaktır. 1967 tarihli Kanun §2(1) hükmünden doğan sorumluluk için zarar gören yatırımcı, davalı yöneticinin bir özen borcunun bulunduğunu ve bunu ihlal ettiğini kanıtlamak zorunda değildir; nitekim burada ispat yükü tersine çevrilmiştir. Dolayısıyla davalı, verdiği bilgilerin o zamanda doğru olduğuna inanmak için makul sebebinin olduğunu ispatlamalıdır. Ayrıca, belirli bir amaçla belirli bir kişiye karşı bir kimsenin, söz konusu bilginin tam ve doğru olduğuna dair taahhütte bulunması hükmü (1967 tarihli Kanun §2(1)) uyarınca yöneticilerin de bu durumda sorumluluğu doğacaktır. 1990 tarihli *Caparo* davasında, denetçilerin, finansal tabloların kamuya açıklanması açısından yatırımcılara karşı kural olarak bir özen yükümlülüğü altında olmasa da pay sahiplerine karşı bu tür bir özen yükümlülüğünün bulunduğu hükmedilmiştir.

Dönemsel aydınlatmadan doğan sorumluluk özel bir sorumluluktur; ancak bu hüküm, *lex specialis* olmadığı için uyuşmazlık konusu eylem, başka bir hukuk kuralı (örneğin *common law*) temelindeki rejime giren bir hukuka aykırılık daha teşkil ediyorsa, bu eylemden doğan diğer muhtemel sorumluluk halleri de devam etmektedir.¹⁰⁷⁰ Nitekim Kamuyu Aydınlatma Yönergesi ile MAR'ın sorumluluğa ilişkin hükümleri ve *common law*'dan kaynaklanan bu sorumluluğun şartları açısından çakışma söz konusudur; ki bu da Birleşik Krallık hukukunda ihraççının sorumluluğunun üç farklı kaynağını çakıştırmaktadır.¹⁰⁷¹ Bu hüküm özellikle kurumsal yönetim odaklı kamuyu aydınlatmalarda *Caparo* davasında mahkemeler tarafından geliştirilen standartlarla

¹⁰⁷⁰ §90A(7)(1) FSMA; Schedule 10A FSMA, para 7(2) ve 7(3)(a)(v).

¹⁰⁷¹ Perkins, J.: *Legal Certainty and the Role of the Financial Markets Law Committee*, CMLJ 2007, V. 2, N. 2, s. 161-162.

ihraççıların gerçeğe aykırı bilgileri ihmalle dayalı olarak kamuya açıklaması ve ekonomik bir zarara sebebiyet vermesi halinde uygulanır.¹⁰⁷² Nitekim kanun koyucunun amacı, *Caparo*'da getirilen sorumluluğun, dönemsel kamuyu aydınlatmada ihraççıların gerçeğe aykırı bilgileri ihmalle yatırımcılara açıklamaları durumunda ihraççının her iki rejime göre de sorumlu tutulabilmesidir.¹⁰⁷³ FSMA §90'daki izahname sorumluluğu söz konusu ise FSMA §90A'daki diğer belgelerden dolayı sorumluluk doğmaz; ancak ihraççının yöneticileri başta olmak üzere ihraççı dışında kimsenin sorumlu olmadığına yönelik FSMA §90A hükmü, FSMA §90 hükmünde düzenlenen sorumluluğu etkilemez.¹⁰⁷⁴

İhraççı dışındaki kişilerin yatırımcıya karşı hukuki sorumlulukları bulunmasa dahi, bu durum, belirli aktörlerin cezai sorumluluklarını ortadan kaldırmaz.¹⁰⁷⁵ Gerçeğe aykırı kamuyu aydınlatma belgelerinin onaylanması durumunda, bu belgelerin mevzuata uygun olmadığını bilen veya bu hususta ağır ihmali olan herhangi bir ortaklık yöneticisi, eğer uyum konusunda gerekli adımları atmadıysa veya bu raporların onaylanmasını engellemediyse Ortaklıklar Kanunu m. 414(4) uyarınca suç işlemiş kabul edilir. Ancak bu suç sonucunda sadece para cezası öngörülmüştür. İzahname sorumluluğunun aksine, yatırımcı bu durumda nedensellik bağımlı sadece piyasa dolandırıcılığı teorisine dayalı karineden yararlanarak kuramaz.¹⁰⁷⁶

¹⁰⁷² Bengtzen, s. 437.

¹⁰⁷³ HM Treasury, Extension of Statutory Regime For Issuer Liability (n 56), July 2008, s. 21, para. 6.31 ve 6.33.

¹⁰⁷⁴ Davies (Liability), s. 444, dn. 3.

¹⁰⁷⁵ §90A(7)(3) FSMA.

¹⁰⁷⁶ Brinckmann, s. 339, para. 68.

C. İsviçre Hukukunda

1. Kamuyu Aydınlatmadan Doğan Sorumluluk

§69 FIDLEG uyarınca ortaklığın izahname, ihraç belgesi veya benzer açıklamalarında kanuni gerekliliklere aykırı olarak yanlış, yanıltıcı veya eksik bir bilgi yer alırsa, gerekli özeni göstermeyen herhangi bir kişi, bu tür bir menkul kıymeti satın alan kişiye karşı meydana gelen zararlarından dolayı sorumlu olur.¹⁰⁷⁷ Ancak §69 FIDLEG hükmü sadece izahnameler için değil ‘benzer açıklamalar’ (*ähnliche Mitteilungen*) için de geçerlidir.

§69(2) FIDLEG uyarınca sadece özetteki bilgilerden dolayı herhangi bir sorumluluk söz konusu olmasa da, izahnamenin diğer kısımlarıyla okunduğunda, yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren özet dolayısıyla da sorumluluk doğmaktadır. Son olarak da §69(3) FIDLEG uyarınca geleceğe yönelik tahminler ve değerlendirmelere ilişkin daha sonra meydana gelen durumların farklı olması söz konusu ise, ilgili açıklamanın bilgisi dahilinde olmadığını veya gelecekteki olayların belirsizliğine dikkat çekilmediği sürece izahnamenin bu kısmından dolayı sorumluluk doğmaktadır.

İzahname sorumluluğunun hukuki niteliği konusunda doktrinde tartışma mevcuttur. Bu sorumluluğun niteliğinin belirlenmesi özellikle yatırımcının zararının ortaya çıkması halinde ispat yükünün kimin üzerinde olacağının belirlenmesi için oldukça büyük önem arz eder. Bir görüşe göre bu sorumluluk, sözleşmesel

¹⁰⁷⁷ FIDLEG vom 15. Juni 2018, Kapitel 5: Haftung, §69, ayrıca karşı. 1 Ocak 2020 tarihinden önceki düzenleme için bkz. Das Schweizerische Obligationenrecht, §752: A. Haftung - I. Für den Emissionsprospekt. §1156(3) OR ve §752 OR hükümlerinde öngörülen sorumluluk birbirlerine oldukça paraleldi; ancak halka arz işleminin söz konusu olmadığı olağan sermaye artırımlarında da uygulama alanı bulan §1156(3) OR hükmünde yeni borçlanma senetlerinin halka arzında sadece izahname hazırlanması zorunlu iken, §752 OR hükmünde yeni payların halka arzında izahname veya benzeri bir belgenin hazırlanması aranmaktaydı.

sorumluluktur; çünkü davacı kusurun varlığını ispatlamamalıdır; davalı kendi kusursuzluğunu ispat etmelidir.¹⁰⁷⁸ Diğer bir görüşe göre bu, §41 OR hükmünde yer alan haksız fiil sorumluluğunun özel bir halidir; dolayısıyla davacı, karşı tarafın kusurlu olduğunu ispat etmelidir.¹⁰⁷⁹ Ancak baskın görüş ve BGE'nin görüşü uyarınca bu sorumluluk haksız fiil sorumluluğudur.¹⁰⁸⁰

Benzer açıklamalar ise gazete reklamları, sirküler, broşürler, basın açıklamaları, pay sahiplerine gönderilen mektuplar, işletme raporları, ara raporlar, araştırma raporları, kayıt izahnamesi veya özet izahname olabilir. Bu maddenin gönüllü kamuyu aydınlatma amacıyla yapılan tahsisli satışlardaki uyarı notlarına da uygulanacağı doktrinde ve yargı kararlarında kabul edilmiştir. Ancak sözlü açıklamaların 'benzer açıklama' kavramına dahil edilip edilmeyeceği doktrinde tartışmalıdır.¹⁰⁸¹ Nitekim bu kavramın içeriğine tam olarak hangi açıklamaların dahil edileceğine dair çok sınırlı sayıda dava görülmüştür; ancak yine de 'benzer açıklamalar'ın genel özelliğine göre verilen bilginin doğrulanması imkanının bulunmaması veya bunun mantıksız olması yeterlidir.¹⁰⁸²

Borsada menkul kıymetleri işlem gören ihraççıların özel haller gereği kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, §754 OR hükmüne¹⁰⁸³ dayanılarak düzenlenen SIX

¹⁰⁷⁸ Reiter/ Reutter, s. 3.

¹⁰⁷⁹ Farklı bir görüş uyarınca da bu sorumluluk, güven sorumluluğunun bir şeklidir, bu görüşlere ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Reiter/ Reutter, s. 3.

¹⁰⁸⁰ Reiter/ Reutter, s. 3; BGE 129 III 71, E.2.4., 25. September 2002, (<<http://www.servat.unibe.ch/dfr/bge/c3129071.html>> , Erişim Tarihi: 24.10.2018).

¹⁰⁸¹ Zürcher/ Speck, s. 74.

¹⁰⁸² Reiter/ Reutter, s. 4-5.

¹⁰⁸³ Das Schweizerische Obligationenrecht, §754: A. Haftung - III. Haftung für Verwaltung, Geschäftsführung und Liquidation. Söz konusu hüküm, bir anonim ortaklıktaki yöneticilerin, bu kanundan doğan yükümlülüklerini yerine getirmemeleri sebebiyle zarara sebep olmaları sonucunda, ortaklığa, pay sahiplerine ve alacaklılara karşı sorumlu olduklarına ilişkin, oldukça genel bir şekilde düzenlenmiş ve TTK m. 553'teki hükme benzer bir hükümdür.

Borsasının Kotasyon Yönergesi §53 hükmü ile kabul edilmişti ve Özel Durumlar Yönergesi¹⁰⁸⁴ ile ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Ayrıca §41 OR hükmünün aslında, SIX Borsasının Kotasyon Yönergesi §53 hükmü ile bağlantılı olarak hukuka aykırı *ad hoc* kamuyu aydınlatmadan dolayı istenebilecek tazminat açısından, zarara uğrayan yatırımcıyı koruyucu bir hüküm olduğu (*Schutzgesetz*) düşünülmektedir.¹⁰⁸⁵ Sonuç olarak Kotasyon Kuralları §99 uyarınca ihraççı, borsanın düzenlemelerinde öngörülen yükümlülüklerle uygun davranmak ve bu husustaki uyumu (*Legalitätspflicht*) sağlamak zorundadır. Aksi halde meydana gelen zararlardan ortaklığın yöneticilerin, §754 OR hükmünün şartlarının sağlanması halinde sorumlu oldukları doktrinde kabul edilmiştir.¹⁰⁸⁶

2. Tazminat Davası

a. Koşulları

aa. Hukuka Aykırılık

§69 FIDLEG hükmünün uygulanabilmesi için, öncelikle bir ortaklık tarafından pay, tahvil veya diğer menkul kıymetlerin ihraç edilmesi gerekmektedir. İhraca konu olabilecek menkul kıymetler, hükümde de sayıldığı üzere öncelikle paylar ve tahvillerdir; buraya ayrıca kuruluştaki katılım sertifikaları, borçlanma araçları, değiştirilebilir veya dönüştürülebilir tahviller gibi diğer menkul kıymetler da girer. Ancak yatırımcının elindeki menkul kıymeti ikincil piyasalarda kamuya arz ettiği satışlar, hükmün uygulama alanına girmemektedir.¹⁰⁸⁷ Hükmün uygulanabilmesi için

¹⁰⁸⁴ Bkz. SIX Exchange Regulation zur Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität vom 20 März 2018, §1: Zweck.

¹⁰⁸⁵ Krause, R.: *Ad-hoc-Publizität und haftungsrechtlicher Anlegerschutz*, ZGR 2002, V. 6, s. 808.

¹⁰⁸⁶ Krause, s. 836.

¹⁰⁸⁷ Reiter/ Reutter, s. 4.

gerekli diğerk bir şart da bir kayıt izahnamesinin veya benzer bildirilerin gerek zorunlu olarak gerek gönüllü olarak hazırlanmış olması ya da zorunlu hallerde hazırlanması gerekirken hiç hazırlanmamış olmasıdır.¹⁰⁸⁸

Hükme göre, öncelikle bir izahnamenin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması gerekmektedir ve bu hukuka aykırılığın ayrıca esaslı olması da gereklidir. Bir izahname veya benzer bildiriler, yönetim kurulu üyeleri, gerektiği halde bir izahname hazırlamamışlarsa veya izahname, mevzuat uyarınca istenilen bilgilerin sadece bir kısmını göstermekte ise bu izahname eksiktir. Ayrıca izahnamedeki bilgilerin yanlış olması, içerdiği bilgilerin güncel olmaması veya gerçekleri objektif olarak belirtmemesi, izahnamenin yanlış olduğunu göstermektedir. Son olarak da bilginin doğru olmasından bağımsız olarak yatırım kararının alınması için esaslı olan bilgilerin izahnamede bulunması hususu ihmal edilmişse bu izahname yanıltıcıdır. Ayrıca esaslı gerçeklerin veya durumların; ilgili risklerin izahnamede gizlenmesi halinde de izahname yanıltıcıdır. Var olan risklere dair genel bir uyarının izahnamede yer alması yetersizdir; yatırımcının karşılaşılabileceği tüm risklerin açık ve yeterli bir şekilde yatırımcıya sunulup gerekli uyarıların yapılması gerekir. Tahminler de somut gerçeklere veya olasılıklara dayanmıyorsa yanıltıcıdır.

bb. Kusur

Sorumluluğun şartlarından bir diğeri de davalının gerekli özen borcuna aykırı davranarak izahnamede veya benzer açıklamalarda yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi sunmuş olmasıdır. Burada kusur, kast veya ihmal şeklinde kendini gösterir ve kast belirlenebilir olsa da ihmal için davalının özen yükümlülüğünü ihlal etmiş olması aranır.

¹⁰⁸⁸ Reiter/ Reutter, s. 4.

Bu özen yükümlülüğü objektif bir ölçüte bağlanmıştır ve makul bir kişinin zararın meydana gelmesini öngörebileceği hallerde kusurlu olduğu belirtilmektedir.¹⁰⁸⁹ Davalı yüklenici bankanın ise kusurlu olmadığını ispat etmek için, ABD hukukunda aracı kurumların, üzerlerine düşen araştırma yükümlülüğünü özenle yerine getirdiğine ancak zararın doğumunu engelleyemediğine yönelik savunmaya (*due diligence defense*) benzer bir savunma yapması mümkündür.¹⁰⁹⁰

cc. Nedensellik Bağı

İzahnamedeki hukuka aykırılık dolayısıyla yatırımcının, söz konusu menkul kıymeti satın aldığına (*reliance*) ve bu hukuka aykırılık dolayısıyla yatırımcının bir zararının meydana geldiğine ilişkin nedensellik bağının kanıtlanması gerekir. İlk anlamdaki nedensellik bağı uyarınca yatırımcı, hukuka aykırı açıklanan izahnamedeki bilgilere güvendiği için söz konusu menkul kıymeti satın aldığı; aksi halde satın alma işlemini yapmayacağını kanıtlaması gerekir. Nitekim ilgili hüküm, yatırımcının izahname veya benzeri bildiriye hukuka aykırı açıklamayı bilmesine rağmen söz konusu menkul kıymeti satın alması halinde uygulanmaz. Ancak yatırımcının, izahnameye güvendiğine ilişkin hususu kesin olarak kanıtlamayacağı için baskın bir olasılığın varlığına dair kanıt getirmesi yeterli olacaktır.¹⁰⁹¹

Nedensellik bağının kanıtlanabilmesi için gerçek veya hukuki sebebin kanıtlanması gerekir. Eğer sorumluluğun sebebi bir ihmale dayanıyorsa yatırımcı

¹⁰⁸⁹ BGE 129 III 71, E.2.4., 25. September 2002, (<<http://www.servat.unibe.ch/dfr/bge/c3129071.html>> Erişim Tarihi: 15.01.2020). Bu kararda, mahkeme izahname sorumluluğunun §1156(3) OR uyarınca kusura dayanan bir sorumluluk olduğuna ve sorumlular arasında müteselsil sorumluluğun bulunduğu hükmetmiştir.

¹⁰⁹⁰ Reiter/ Reutter, s. 7.

¹⁰⁹¹ Reiter/ Reutter, s. 6; Meier-Schatz/ Larsen, s. 450.

öncelikle, davalının izahname hazırlaması zorunluluğu gibi bir eylemde bulunma yükümlülüğünün olduğunu kanıtlamalıdır. BGE'ye göre genel hayat tecrübelerine göre bir sebebin, söz konusu zararı doğurmaya elverişli olması gerekir; bu elverişlilik söz konusu zararın meydana gelme riskini artırma şeklindedir.¹⁰⁹² Ayrıca izahname veya benzeri açıklamaların hiç yayımlanmadığı hallerde nedensellik bağının kanıtlanması oldukça zor olabilir. Bu durumda da izahname veya benzeri açıklamalar yayımlansaydı davacı yatırımcının, söz konusu menkul kıymeti hiçbir şekilde almayacağını kanıtlaması mahkemeler açısından yeterli olmalıdır.¹⁰⁹³

dd. Zarar

İsviçre hukukunda yerleşik uygulama dolayısıyla zararın belirlenmesinde fark teorisi uyarınca yatırımcının bir menkul kıymete ödediği fiyat ile o menkul kıymetin, açıklanan bilgi doğru olsaydı oluşacak varsayımsal fiyatı arasındaki fark, esas olarak zararı oluşturmaktadır. Ancak uygulamada piyasaya yapılan düzeltici açıklamadan sonra piyasada oluşan fiyat ile yatırımcının satın aldığı fiyat arasındaki fark, zarar olarak talep edilebilmektedir.¹⁰⁹⁴

b. İspat Yükü ve Zamanaşımı

Davacı yatırımcı, §8 CGB hükmündeki genel kural uyarınca izahnameden sorumluluğa ilişkin açacağı davada gerekli her bir unsurun varlığını kanıtlamakla yükümlüdür. Bu durumda sorumluluk şartlarının olayda bulunduğu dair ispat yükü

¹⁰⁹² BGE, 123 III E.3.a., 4. Februar 1997, (<<http://www.servat.unibe.ch/dfr/bge/c3123110.html>>, Erişim Tarihi: 08.12.2018).

¹⁰⁹³ Meier-Schatz/ Larsen, s. 450.

¹⁰⁹⁴ Ayrıca izahname sorumluluğunun sözleşmesel sorumluluk olduğunu düşünen yazarlara göre davacı yatırımcı, söz konusu sermaye piyasası aracına ödediği fiyatın tamamını zarar olarak talep edebilir, Reiter/ Reutter, s. 10.

yatırımcının üzerindedir.¹⁰⁹⁵ Tazminat davaları, zarar görenin zararı ve zarar veren kişiyi öğrendiği tarihten itibaren bir yılın; her halde zarar verici eylemin gerçekleştiği tarihten itibaren on yılın geçmesiyle zamanaşımına uğrar. Bu hükmün uygulama alanına giren bir eylem aynı zamanda cezai sorumluluğun doğmasına sebep oluyorsa, burada daha uzun olan ceza zamanaşımını uygulanır.

c. Davanın Tarafları

İzahnameden dolayı sorumluluk davası açabilecek yatırımcılar, davanın açıldığı anda arzı yapılan menkul kıymetin mülkiyetini elinde bulunduran ve zarara uğrayan yatırımcılardır. Özellikle pay sahipleri, tahvil sahipleri, pay veya tahvil üzerinde opsiyon hakkı sahipleri ile katılım sertifikası sahipleri, bu şekilde zarara uğramaları halinde davacı sıfatına sahip olabilirler. Diğer durumlarda davacı sıfatının bulunup bulunmadığı hala tartışmalıdır.¹⁰⁹⁶ Davacı yatırımcı, davalının veya ihraççının yerleşim yeri mahkemesinde ve ticaret mahkemesinin bulunduğu yerlerde ticaret mahkemesinde bu davayı açacaktır.

§69 FIDLEG hükmü uyarınca izahnamenin hazırlanmasına veya açıklanmasına önemli ölçüde dahil olma ve izahnamenin içeriğini etkileme gücünün varlığı, hükümdeki 'etkileme' (*mitgewirkt hat*) anlamındadır. Ayrıca halka arzdan sonra izahnamedeki bilgilerin eksik veya gerçeğe aykırı olmasından dolayı bir zarar meydana gelmişse, izahnamenin veya benzer açıklamaların hazırlanmasına veya yayımlanmasına dahil olan

¹⁰⁹⁵ Ancak izahnameden doğan tazminat davalarında bu sorumluluğun hukuki niteliğinin sözleşmesel sorumluluk olduğunu düşünen yazarlara göre, §97 OR uyarınca ispat yükü davacı yatırımcı üzerinde değil, davalı üzerindedir; çünkü davalının kusurlu olduğu karineten kabul edildiği için davalı kusursuz olduğunu ispat etmelidir.

¹⁰⁹⁶ Reiter/ Reutter, s. 5. Özellikle finansal aracı, doğrudan ihraççı ortaklıktan almayan yatırımcıların da davacı sıfatının olup olmadığı tartışmalıdır; ancak Meier-Schatz/ Larsen, zarara uğrayan ve o finansal araca sahip olan herkesin dava açabilmesi gerektiğini düşünmektedir, s. 449.

kişiler arasında birinci derece ve müteselsil sorumluluk mevcuttur.¹⁰⁹⁷ İzahnamede imzası bulunan kişilerin yanı sıra izahnamenin hazırlanmasına katkıda bulunan kişilerin de sorumlu tutulması, sorumluluğun kapsamını genişletmektedir.¹⁰⁹⁸

Sonuç olarak bu madde kapsamında davalı olabilecek kişiler, ihraççı ortaklık, bu ortaklığın yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler, müdürler, yatırım kuruluşları, denetçiler, avukatlar, noterlerdir. §759 OR uyarınca izahnamenin hazırlanmasına katkı sağlayan kişiler, izahnamede sadece uzman olarak hazırlamakla yükümlü oldukları kısım dolayısıyla sorumlu tutulabilirler. Dolayısıyla mahkeme, tüm davalılar arasında kusurlarına ve izahname hazırlık sürecindeki görevlerine göre bir değerlendirme yapacaktır.

Ayrıca farklı hukuksal nedenlerle de tazmin yolları mümkün olabilir. Örneğin satış sözleşmesinde esaslı bir hata yapıldığına ilişkin §23 OR hükmüne, bir garantinin ihlal edildiğine dair §205 OR hükmüne, sözleşmesel sorumluluk hükümlerine, sözleşme görüşmelerinden doğan kusur sorumluluğu ve genel haksız fiil hukukuna dayanarak da zarar gören yatırımcı dava açabilir.

¹⁰⁹⁷ Ayoğlu, T.: *İzahnameden Doğan Sorumluluk Yeni Pay Alma Hakkının Sınırlandırılması ve Kaldırılması*, İsviçre Borçlar Hukukunun İktibasının 80. Yılında Borçlar Hukukunun Türk Ticaret Hukukuna Etkileri (Dural, A./ Yasaman, H./ Altay, S. A./ Erdem, E./ Ayoğlu, T./ Yusufoglu, F. (Eds.)), Vedat, Ankara 2009, s. 646; Turan, s. 199; Zürcher/ Speck, s. 75. Meier-Schatz/ Larsen, s. 450.

¹⁰⁹⁸ Bilgili, F.: *İsviçre ve Alman Hukuklarında Anonim Ortaklıkların Organlarının Davranışlarından Dolayı Üçüncü Kişiler Karşısında Sorumluluğu ve Organların Tazminat Borcu*, Seçkin, Ankara 2004, s. 92.

II. Türk Hukukunda

A. Sermaye Piyasası Mevzuatı Uyarınca Sorumluluğun Esasları

1. 2499 Sayılı Eski Sermaye Piyasası Kanunu Dönemi

2499 sayılı eSPKn kamuyu aydınlatmadan doğan genel bir sorumluluk maddesi bulunmamakta, sadece izahname ve izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin 6. ve 7. maddesinde izahnamenin veya sirkülerin, aracı kuruluşlar ve ihraççı tarafından imzalanması gerektiği ile bunların sorumlu oldukları belirtilmekteydi.¹⁰⁹⁹ Bu hükümler uyarınca izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeğe aykırı olması sonucu sorumluluk doğmaktaydı; ancak buradaki durumu sadece yanlış bilgi olarak sınırlamamak gerektiği, bilginin yanıltıcı ve eksik olmasından dolayı da sorumluluğun doğacağı kabul edilmekteydi.¹¹⁰⁰

İzahnamede yer alan bilgilerin gerçeği doğru ve dürüst şekilde yansıtmaması; eksik, yanlış veya yanıltıcı olması durumunda zarar gören yatırımcıya karşı kural olarak ihraççı sorumluydu. İkincil olarak, ihraççının kamuya açıklaması gereken bilgileri, asıl olarak yönetim kurulu hazırlayacağı için burada yönetim kurulu üyelerinin sorumlu tutulması gerektiği düşünülmüştür.¹¹⁰¹ Ayrıca kamuyu aydınlatmaya ilişkin bilgilerin gerçeği yansıttığına ilişkin raporu düzenlemesi sebebiyle bağımsız denetim kuruluşları, izahname ve sirkülerdeki bilgilerin doğruluğunu araştırma yükümlülükleri bulunduğu için aracı kurumlar sorumluydu.

¹⁰⁹⁹ eSPKn'da bu sorumluluğun kapsam ve şartlarına ilişkin hüküm bulunmadığı için genel hükümlerin uygulanması gerekmektedir, Ünal (Mevzuat), s. 388.

¹¹⁰⁰ Yanlı (Kamunun Aydınlatılması), s. 151; Ayoğlu (İzahname), s. 641; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 118.

¹¹⁰¹ Ünal (Mevzuat), s. 388.

Muhasebeyle ilgili tabloların ve raporların bağımsız denetimine ilişkin eSPKn m. 16'ya göre ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarının kamuya açıklayacağı mali tablolar, muhasebe raporları ve standartları ile bağımsız denetime ilişkin raporlarında yer alan bilgilerin de yeterli ve doğru olması ve kamuya zamanında açıklanması gerekmektedir. Bu madde ile yatırımcıların düzenli ve detaylı olarak aydınlatılması amaçlanmaktaydı.¹¹⁰² Bağımsız denetim kuruluşlarının, mali tabloların ve raporların belirlenen ilke ve standartlara uygunluğu, bunlardaki bilgilerin doğru olup olmadığı ve gerçeği yansıtmayı yansıtmadığı hususlarını rapora bağlamaları gerekmektedir.

Bağımsız denetim raporlarının ilgili hüküm uyarınca yanlış ve yanıltıcı bilgi içermesi halinde doğabilecek zararlardan dolayı bağımsız denetim kuruluşları sorumlu olmaktadır. Nitekim I-26 sayılı Tebliğ¹¹⁰³ m. 23/2 uyarınca bağımsız denetim kuruluşları, bağımsız denetim raporlarının gerçeği yansıtmamasından da münhasıran sorumlu tutulmaktaydı. X-16 sayılı Tebliğ¹¹⁰⁴ m. 16'ya göre de bağımsız denetimin belirtilen ilke ve kurallara uygun yapılmamasından, üçüncü kişilere karşı bağımsız denetim kuruluşu ile beraber denetim sözleşmesi uyarınca raporu imzalayan ortak baş denetçiler de sorumlu olmaktadır. 2499 sayılı eSPKn m. 26'da da SPK'na finansal raporların hazırlanma standartlarını tespit etme ve duyurma yetkisi verilmiştir ve bu hüküm kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik bir hükümdür.

Özel durumların halka açıklanmasına ilişkin eSPKn m. 16/A hükmünde yönetim kontrolü sağlamak amacıyla hisse senedi toplama, genel kurullarda oy kullanmak için

¹¹⁰² Çevik, s. 49.

¹¹⁰³ Seri: I, No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, 15.11.1998 tarihli ve 23524 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

¹¹⁰⁴ Seri: X, No:16 sayılı Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ, 04.03.1996 tarihli ve 22570 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

vekalet isteme, ortaklıkta pay dağılımını önemli olarak değiştirme sonucunu veren işlemlerin yapılması veya olayların ortaya çıkması halinde azınlık pay sahibinin korunması ve kamunun aydınlatılması amacıyla SPK'na düzenleme yapma yetkisi verilmişti.¹¹⁰⁵

Kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin sorumluluğun hukuki niteliği önceki kanun döneminde tartışılmıştır. İzahname açısından ihraççıların kusursuz olarak birinci derecede sorumlu oldukları doktrindeki bir görüş tarafından kabul edilse de,¹¹⁰⁶ bu sorumluluğun hukuki dayanağı tartışma konusu olmuştur. Doktrindeki diğer bir görüşe göre ihraççının bu sorumluluğunun temelinde *culpa in contrahendo* olduğu ileri sürülürken¹¹⁰⁷ bir diğer görüşe göre haksız fiil sorumluluğunun¹¹⁰⁸ esasları bulunmaktadır.

İkinci derecede ise ihraççıdan temin edilemeyen tazminat taleplerinin, kendisinden beklenen özeni göstermeyen aracı kurum tarafından karşılanması söz konusuydu.¹¹⁰⁹ Aracı kurumların, izahnamedeki bilgilerin doğruluğunu araştırmak için bilgilerin dayandığı ticari defterlere veya belgelere bakmaları gerekmektedir. Aracı kurumların, izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği tam, doğru ve eksiksiz olarak

¹¹⁰⁵ Çevik, bu madde düzenlemesi ile erken uyarı anlamında gelecek bir gözetim sistemi kurulmasının kaçınılmaz olduğunu vurgulamıştır, s. 50.

¹¹⁰⁶ Ayoğlu (İzahname), s. 642.

¹¹⁰⁷ Arı (Aracı Kurum), s. 82; İnceoğlu, s. 132.

¹¹⁰⁸ Ünal (Mevzuat), s. 388; benzer görüş için bkz. Demir, s. 100.

¹¹⁰⁹ Eski kanun döneminde, yatırımcının ihraççıdan önce aracı kuruma başvurması halinde, aracı kurumun önce ihraççıya başvurulması gerektiği; sonrasında ihraççıdan karşılanamayan kısım için kendisinin sorumlu olacağına yönelik itiraz niteliğindeki savunmayı öne sürmesi mümkündür; bu savunma defî niteliğinde değildi, Ayoğlu (İzahname), s. 642.

yansıtması açısından bu araştırma yükümlülüğünü yerine getirmede özenli davranmış olması gerekmekte, aksi halde aracı kurumun kusur sorumluluğu ortaya çıkmaktaydı.¹¹¹⁰

Aracı kurumların burada göstermesi gereken özen yükümlülüğünün pek bir anlam ifade etmediği; çoğu kez anonim ortaklık olan aracı kurumun yönetim kurulu üyelerinin bu özen borcunu yerine getirse bile bu sorumluluktan kurtulamayacağı; ancak ortaklığın, yöneticisine rücu etmesinin mümkün olduğu doktrinde belirtilmiştir.¹¹¹¹ Ancak TTK m. 553'te düzenlenen yönetim kurulu üyelerinin kusur sorumluluğu göz önüne alındığında, bu görüşün artık geçerli olduğunu söylemek bizce mümkün görünmemektedir. Nitekim kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin gerçeğe uygunluğunu araştırırken özen yükümlülüğünü yerine getiren bir yönetim kurulu üyesinin, kusurlu olduğu iddia edilemeyeceği gibi, bu sebeple aracı kurumun sorumlu olacağını söylemek uygun değildir.

2499 sayılı eSPKn m. 7'de ortaklıktan tazmin edilemeyen miktar ile sınırlandırılan ikincil sorumluluk, doğrudan temsilde aracı kurumların söz konusu haksız fiil sorumluluklarından farklı olarak sorumlu olabilmelerine imkan tanımak için getirilmişti. Baskın görüş uyarınca aracı kurumun kendisinden beklenen özeni göstermediğini ve kusurlu olduğunu iddia eden kişinin, bu iddiasını ispatlaması gerekmekteydi.¹¹¹² Burada aracı kurumun göstermesi gereken özenin derecesi, doktrinde kabul edildiği üzere tedbirli bir aracı kurumdan beklenen özen derecesiydi ve kusur, böylece objektif bir ölçüte bağlanmıştı.¹¹¹³

¹¹¹⁰ İnceoğlu, s. 134.

¹¹¹¹ Bilgili (Publizitätspflichten), s. 91.

¹¹¹² Ünal (Aracı Kurumlar), s. 276; Ayoğlu (İzahname), s. 642; İnceoğlu, s. 131.

¹¹¹³ İnceoğlu, s. 131.

Aracı kurumun kusurlu olduğu hallerde, aracı kurum, kendinden beklenen gerekli özeni göstermiş olsaydı bile zararın ortaya çıkmasını engelleyemeyeceğini ispatlarsa sorumluluktan kurtulabileceği doktrinde ileri sürülmüştü.¹¹¹⁴ Ancak yatırımcının, aracı kurumun kusurunu ispatlamasının zorluğu düşünöldüğünde, yatırımcıya kolaylık sağlamak adına, sadece yanlış, yanıltıcı veya eksik bilginin verilmiş olduğunun ispatının yeterli olmasını uygun gören görüşler doktrinde mevcuttu. Buna göre bu eksik, yanlış ya da yanıltıcı bilginin yatırımcının zararına yol açtığına dair nedensellik bağıını ispat etmek oldukça zordur; fakat o anda mevcut olan hukuk sisteminin böyle bir kolaylığı sağlamaya uygun olmadığı ileri sürülmüştür.¹¹¹⁵ Yine de yatırımcının, zararı ile belgedeki gerçeğe aykırılık arasında böyle bir nedensellik bağıını kanıtlamak zorunluluğu altında olmadığı doktrinde ileri sürülmüştür.¹¹¹⁶

Diğer taraftan aracı kurumun kendi adına ve ortaklığın hesabına hareket ettiği durumlarda dolaylı temsilin olduğu kabul edilmekte ve kendisi ile yatırımcı arasında bir sözleşme ilişkisi ortaya çıkmaktaydı. Genel hükümlere göre dolaylı temsilcinin sözleşme görüşmelerindeki kusurlu davranışlarından (*culpa in contrahendo*) sorumlu olması gerektiği düşünölse de eSPKn m. 7’de, aracı kurumların sorumluluğu “*kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilir*” denilmek suretiyle ikincil sorumluluk olarak düzenlenmiş ve miktar ile sınırlandırılmıştı. Bu durumda aracı kurum izahname ve

¹¹¹⁴ İnceoğlu, s. 134.

¹¹¹⁵ İnceoğlu, s. 134, dn. 215.

¹¹¹⁶ Bilgili (Publizitätspflichten), s. 93. Yazar burada, eSPKn m. 7/2 uyarınca davacı yatırımcının, menkul kıymete ilişkin değer kaybı ile izahname veya sirkülerdeki gerçeğe uygun olmayan bilgi arasındaki nedensellik bağıını kanıtlamak zorunda olmadığını düşünmektedir. Ancak gerçeğe aykırı bilgi dolayısıyla zararın doğduğuna dair ispat yükü yine de yatırımcı üzerindedir, zira yatırımcı burada kapsamını olmasa da zararını ve zarar nedenselliğini ispatlamak zorundadır.

sirkülerdeki bilgilerin doğru olup olmadığına bağlı olarak ve zararın ortaklıktan tazmin edilemeyen kısmından dolayı sorumluydu.

Sonuç olarak aracı kurumların sorumluluğunun ikincil bir sorumluluk olması; bu sorumluluğu, sözleşmesel sorumluluk ve haksız fiil sorumluluğundan ayırmakta; aracı kurumun özellikle dolaylı temsilci olduğu durumlarda onun sorumluluğunun kanundan doğan bir sorumluluk olarak nitelendirilmesine sebep olmaktadır.¹¹¹⁷ Benzer doğrultuda doktrinde bizim de katıldığımız görüş uyarınca, eSPKn m. 7’de yer alan aracı kurumların sorumluluğu kanundan doğan, haksız fiil benzeri bir sorumluluk olarak nitelendirilmekte ve uygun olduğu ölçüde haksız fiil sorumluluğunun hükümlerinin uygulanması gerekmektedir.¹¹¹⁸

2. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Dönemi

a. Kanunun Getirdiği Düzen

2499 sayılı eSPKn döneminde izahnameden ve özel durumların açıklanmasından doğan sorumluluk dışında herhangi bir sorumluluk düzenlenmemiştir. Ancak 6362 sayılı

¹¹¹⁷ İnceoğlu, s. 133. Borç ilişkisinin kaynakları TBK’nın genel hükümlerinde sözleşmeden doğan borçlar, haksız fiilden doğan borçlar ve sebepsiz zenginleşmeden doğan borçlar olarak belirtilse de borçlar hukuku doktrininde zaman zaman diğer durumlar da buraya eklenmektedir. Eren, borcun kaynağını genel olarak hukuki işlemde ve kanundan doğan borçlar olarak ikiye ayırmanın daha doğru olduğunu belirtmektedir, Eren, F.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 19. Baskı, Yetkin, Ankara 2015, s. 116. Benzer bir görüş için bkz. Saymen, F./ Elbir, H.: Türk Borçlar Hukuku Umumi Hükümler, Cilt I, İsmail Akkün Matbaası, İstanbul 1958, s. 64. Öz, TBK genel hükümlerde düzenlenen borcun üç kaynağının yanı sıra dördüncü bir grup olarak doğrudan doğruya kanundan doğan borçlardan söz etmektedir. Yazar borç ilişkileri her halükarda bir kanun hükmüne dayansa da TBK genel hükümlerde düzenlenmeyen ancak kanuna dayanan tüm diğer borç ilişkilerini ayrı bir grupta değerlendirmektedir, Oğuzman, K./ Öz, T. M.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 14. Baskı, Cilt I, Vedat, İstanbul 2015, s. 34-35. Kılıçoğlu ise borcun kaynaklarını, Borçlar Kanununda kabul edilen borç kaynakları, kanundan doğan borçlar ve dürüstlük kurallarından doğan borçlar olarak üç ayrı grupta toplamaktadır, Kılıçoğlu, A. M.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 21. Bası, Turhan, Ankara 2017, s. 54-57.

¹¹¹⁸ Burada aracı kurumların sorumluluğunun yanı sıra izahname sorumluluğunun niteliğinin de bu şekilde olduğuna yönelik olarak bkz. Ayoğlu (Halka Arz), s. 648 vd.; Tekinalp (Esaslar), s. 90; Kütükçü (Sermaye Piyasası), s. 245; İnceoğlu, s. 133.

SPKn m. 32’de genel olarak tüm kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk düzenlenmiş ve gerekçesinde de izin sisteminden AB hukukuna uyum kapsamında onay sistemine geçildiği için sorumluluğun daha ayrıntılı düzenlenmesi amacından bahsedilmiştir.¹¹¹⁹ 6362 sayılı SPKn’da dağınık şekilde kamuyu aydınlatma ilkesi dolayısıyla bazı sorumluluk maddeleri öngörülmüştür. Kanunda öngörülen hukuki sorumluluk izahname anlamında öncelikle 10. maddesi olmak üzere tüm kamuyu aydınlatma belgeleri anlamında 32. maddesinde doğrudan yer almıştır.

Onay sisteminde sermaye piyasası aracının halka arzından önce kamuyu aydınlatma belgelerinin SPKr’nun onayına sunulması yani bir *ex ante* denetim söz konusu olacaktır. Diğer taraftan kamuyu aydınlatma belgelerinde sonradan bir bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu fark edilirse de SPKr’nun sorumlular aleyhine cezai bir dava açması yani *ex post* denetim söz konusu olabilecektir.¹¹²⁰ Bunların ötesinde ihraççı ortaklığa karşı zarar gören yatırımcıların bireysel olarak dava açma hakkının bulunması ve kamuyu aydınlatma ilkesinin tamamlayıcısı olarak sorumluluk rejiminin düzenlenmesi zorunludur; aksi halde piyasada ‘ikinci el araba etkisi (*lemons effect*)’ görülebilir.¹¹²¹

¹¹¹⁹ TBMM, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, 6362 sayılı SPKn Madde Gerekçeleri, 32. Madde Gerekçesi, s. 28 (“*Madde ile sermaye piyasası araçlarının kayda alınması sisteminden izahname ve kamuyu aydınlatma belgelerinin onay sistemi uygulamasına geçildiği için izahname ve diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu olanlar ile bu sorumluluğa ilişkin tazminat haklarının ve illiyet bağının çok daha detaylı bir şekilde belirlenmesi amaçlanmıştır.*”).

¹¹²⁰ Yeni SPKn ile sorumluluk kurumunun ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiş olmasının, sorumluları artık daha dikkatli davranmaya ileteceğine ve sorumluluk hükümlerinin önleyici bir işleve sahip olduğuna yönelik olarak bkz. Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 44.

¹¹²¹ Akerlof, s. 495 vd.; Choi/ Pritchard ise, burada etkin piyasa teorisine atf yaparak sorumluluk rejimi olmadan kurallara uymamanın yaptırımının olmayacağını, bunun da kuralın uygulanması yönünde olumsuz bir eğilime sebep olacağını vurgulamaktadır. Dolayısıyla hukuki yaptırım gücünden yoksun kurallara uyulmayan bir piyasada satıcıların ikinci el arabalarının fiyatlarını keyfi belirlemesi mümkün olabilecektir, ayrıntılı bilgi için bkz. s. 207-208.

‘İzahnameden sorumlu kişiler’ başlığını taşıyan, ancak yalnızca sorumluların değil, sorumluluk sebeplerinin de düzenlendiği SPKn m. 10’da, izahnameler için dereceli ve özel bir sorumluluk öngörülmüştür. SPKn m. 10’da getirilen dereceli sorumluluk sistemi uyarınca izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler dolayısıyla meydana gelen zararlardan ihraççılar birinci derecede, lider aracı kurum, varsa garantörler ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri ikinci derecede ve ilk sorumludan zararın karşılanamaması halinde sorumludurlar. İzahname açısından ihraççının sorumluluğu ve ikinci derecede sorumlu kişilerin sorumluluklarının niteliği açıkça belirtilmemiştir.

6362 sayılı SPKn m. 10’nun tasarı halinde yönetim kurulu üyeleri dışındaki sorumluların tamamının müteselsil olarak sorumlu oldukları belirtilmekteydi¹¹²² ve bu düzenleme SPKn m. 32 ile daha uyumlu idi.¹¹²³ Sonrasında ise izahnameler için dereceli sorumluluk esasını benimsenmiş ve sadece izahnameler için uygulanacak daha özel bir hüküm niteliğinde olan SPKn m. 10 kabul edilmiştir.¹¹²⁴ Bu şekilde, kanaatimizce 6102

¹¹²² Hükümetin teklif ettiği metne göre “İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan; ihraççılar ile halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör müteselsilen; ihraççının yönetim kurulu üyeleri ise kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar şahsen kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumlu” olduğu hükmü yer almaktaydı, ayrıntılı bilgi için bkz. TBMM, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, s. 154-155.

¹¹²³ Kara (Sorumluluk), s. 160.

¹¹²⁴ Turan, s. 216; Kara (Sorumluluk), s. 142; İslamoğlu, s. 69. Söz konusu maddeye ilişkin alt komisyon raporunda, hükümetin teklif ettiği metnin, ihraççının yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarının ikinci derecede sorumluluk olarak yeniden düzenlenmesi uygun bulunmuştur, bkz. TBMM, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, s. 39 ve 58. Sonrasında Plan ve Bütçe Komisyonu “izahname hazırlanması işlemi açısından lider aracı kuruluş sorumluluğunun kapsamının mevcut yasadaki düzenlemeye nazaran çok fazla genişlediği, ancak bu faaliyet kapsamında esas sorumluluğun mevcut [2499 sayılı] 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 (TBMM, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, s. 135), SPKn m. 10 hükmü bugünkü

sayılı TTK ile SPKn daha uyumlu hale gelmiş ve SPKn m. 10'da, TTK m. 549'a paralel bir düzenleme kabul edilmiştir.

SPKn m. 11/3 hükmünde ise ihraç belgesinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasından kaynaklanan sorumluluğa ilişkin SPKn m. 32'nin uygulanacağı belirtilmiştir. SPKn m. 14'te finansal tablo ve raporlar ile bağımsız denetim raporlarına ilişkin sorumluluk SPKn m. 32'ye nazaran özel bir sorumluluk hükmüyle düzenlenmiştir. SPKn m. 32'de, izahnameyi de kapsayacak şekilde tüm kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin genel bir sorumluluk hükmü getirilmiş,¹¹²⁵ SPKn m. 63'te ise bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğun esasları düzenlenmiştir.

b. Sorumluluğun Hukuki Niteliği

aa. İzahnameden Doğan Sorumluluk

aaa. İhraççı Açısından

Sorumluluğun hukuki niteliğinin her bir sorumlu açısından belirlenmesi, ispat yükü, zamanaşımı ve kusurun etkisinin belirlenmesi açısından önem arz etmektedir. 6362 sayılı SPKn döneminde, aşağıda açıklanacağı üzere, doktrinde bu sorumluluğun temelinde sözleşmesel sorumluluğun¹¹²⁶ bulunduğu ve duruma göre somut olaya *culpa*

haliyle kabul edilmiştir, TBMM, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, s. 154-155.

¹¹²⁵ Kamuyu aydınlatma belgelerinin aydınlatmanın bir aracı olduğunu ve ancak sorumluluk doğuran sebebin kamuyu aydınlatma fiili olduğunu belirterek kullanılan madde başlığının, yerinde olmadığı doktrinde ileri sürülmüştür. Bu hususta bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 230; Keskin, s. 111.

¹¹²⁶ Bir sözleşme ilişkisi içerisinde taraflardan birinin sözleşmenin şartlarına aykırı olarak borcunu ifa etmemesi veya kötü ifa etmesi halinde TBK m. 112 ila 126 hükümleri uyarınca sözleşmeden dolayı sorumluluğu doğmaktadır ki bu husus da, borca aykırılık olarak ifade edilir. Borca aykırılık halinde zarar gören alacaklı, bir dava ile, sözleşme kapsamında öncelikle borçlunun ediminin aynen ifası ve cebren icrasını isteyebilir. Diğer taraftan TBK m. 112 uyarınca “[b]orç hiç veya gereği gibi ifa edilmezse borçlu, kendisine hiçbir kusurun yüklenemeyeceğini ispat etmedikçe alacaklının bundan doğan zararını gidermekle yükümlüdür.”

in contrahendo sorumluluğu¹¹²⁷ hükümlerinin de uygulanabileceği belirtilmektedir. Diğer taraftan SPKn m. 10/2 ve 32/2 hükümlerinden hareketle, ispat yükü ve zamanaşımına ilişkin özel hükümler bulunduğu için kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun niteliğini tartışmaya gerek olmadığı yönünde bir görüş de mevcuttur.¹¹²⁸

İzahnameden birinci derece sorumlu olan ihraççıların sorumluluklarının hukuki niteliğine bakılacak olursa, öncelikle halka arzlarda ihraççı ile yatırımcı arasında *culpa in contrahendo* sorumluluğu yani sözleşme öncesi kusur sorumluluğu veya duruma göre sözleşmesel sorumluluğun var olduğu doktrinde ileri sürülmüştür.¹¹²⁹ Bu görüşe göre halka arzlarda ihraççı ile yatırımcı arasında sermaye piyasası aracının türüne göre ortaklık veya alacaklılıktan kaynaklanan bir sözleşme ilişkisi doğmaktadır. Özellikle ihraççı ile, potansiyel yatırımcılar arasında arz edilen sermaye piyasası aracının satış sözleşmesinin içeriğinin, izahnamede yer alan bilgiler ile belirlenmesi ve hukuka aykırı

¹¹²⁷ Kelime anlamı itibariyle ‘sözleşme görüşmeleri sırasında kusur’ olarak ifade edilen *culpa in contrahendo*, Türk hukukunda TMK m. 2’deki dürüstlük kuralı dolayısıyla sorumluluk doğuran bir hal olarak kabul edilmiştir. Sözleşme görüşmeleri sırasında tarafların veya yardımcılarının dürüstlük kuralından doğan birbirini aydınlatma, birbirine zarar vermeme konusunda özenli davranma yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu görüşmeler devam ederken taraflardan birinin kusurlu davranışı sonucunda diğer tarafın zarara uğraması, sorumluluk doğuran bir durumdur. Bazı kanun maddeleriyle sözleşme görüşmeleri sırasındaki sözleşmenin şartlarına ilişkin hususlarda tarafların, diğer tarafa bilgi vermek noktasında bazı kusurlu davranışlarının sorumluluk doğuracağı açıkça öngörülmüştür. Örneğin aldatma veya korkutma yoluyla karşı tarafı sözleşmeye zorlayanın sorumluluğuna ilişkin olarak bkz. TBK m. 39/2; kendi kusuruyla yanılarak yaptığı sözleşmeyi iptal edenin sorumluluğuna ilişkin olarak bkz. TBK m. 35; yetkisiz temsilcinin sorumluluğuna ilişkin olarak bkz. TBK m. 47 vb.

¹¹²⁸ Turan, bu maddeler dışında yer alan ve kamuyu aydınlatma belgesinin hazırlanmasında katkıda bulunan kuruluş ve kişilerin hukuki niteliklerinin, ihraççının yatırımcıya karşı birinci derecede sorumlu olması karşısında pratik olarak bir öneminin olmadığını vurgulamaktadır, Turan, s. 207, dn. 43. Benzer bir görüş için bkz. Uçar, s. 99.

¹¹²⁹ Manavgat (Halka Arz), s. 233-234, özellikle s. 260-261; eSPKn döneminde de savunulan bu görüş için bkz. İnceoğlu, s. 132; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 135; İnceoğlu, Alman hukukunda ihraççının sorumluluğunun hukuki temelinde de *culpa in contrahendo* ilkesinin gelişmiş bir halinin bulunduğunu ileri sürmektedir, s. 132, dn. 211.

eylemin, satıştan önceki duruma ilişkin olması, izahname sorumluluğunun sözleşme öncesi sorumluluk olduğunu destekler niteliktedir.¹¹³⁰

Diğer taraftan doktrinde SPKn m. 32/3 hükmünde kusursuzluğun ispatlanması suretiyle sorumlu kişiler lehine sorumluluktan kurtulma imkanı tanındığı için izahname açısından ihraççının da sorumluluğunun niteliğinin kusur sorumluluğu olduğu görüşü savunulmaktadır.¹¹³¹ Zira bu görüşe göre bir kamuyu aydınlatma belgesi olarak izahname için SPKn m. 10'da öngörülen ikinci derecede sorumlu olanların sorumluluklarının kapsamının belirlenmesinde kusur ölçütü esas alınırken, ihraççının sorumluluğu için bu tarz bir ölçüte başvurulmaması haklı bir gerekçe ile savunulamaz.¹¹³²

Esas olarak, ihraççının izahnameden doğan sorumluluğunun, çeşitli sebeplerle, kanundan doğan,¹¹³³ birinci derecede ve kusursuz sorumluluk olduğunun kabul edilmesi gerektiği kanaatindeyiz.¹¹³⁴ Öncelikle en temel neden, kusur ilkesinin sorumluluk hukukunda açıkça zararın karşılanmasında zamanla yetersiz kaldığının kabul edilmesidir.¹¹³⁵ Uzun yıllar boyunca ilke olarak kabul edilen haksız fiil sorumluluğu, (Türk hukukunda da TBK m. 49 uyarınca) kusura dayanmasına rağmen zamanla kusur

¹¹³⁰ Manavgat (Halka Arz), s. 260.

¹¹³¹ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 125.

¹¹³² Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 125.

¹¹³³ Tarafların karşılıklı sözleşme yapma iradesine dayanan borçlar, 'hukuki işlemde doğan borçlar' grubunda iken bir borç ilişkisinin doğrudan doğruya kanunda öngörülmesi ve taraflar arasında sadece kanunda öngörülen şartların gerçekleşmesiyle bir ilişkinin doğması halinde, bu borçlara 'kanundan doğan borçlar' denilmektedir. Nitekim kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan borçlar da koşulları ve belirli unsurları SPKn'da belirtildiği ve kanundaki şartlar gerçekleştiğinde borç ilişkisi doğduğu için kanaatimizce 'kanundan doğan borçlar' grubunda değerlendirilebilir.

¹¹³⁴ Aynı görüşte bkz. Adıgüzel, s. 36; Arıcı, s. 118-119; Rüzgar, s. 861 ve 863; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 120; Üçışık/Çelik, s. 205; İslamoğlu, s. 60-61; Uçar, s. 108; eSPKn dönemindeki benzer bir görüş için bkz. Ayoğlu (İzahname), s. 642.

¹¹³⁵ Koçhisarlıoğlu, C.: *Objektif Sorumluluğun Genel Teorisi*, Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1984, C. 2, S. 2, s. 186-188; Yılmaz, Z.: *Trafik Kazaları ve Taşımacılıktan Doğan Hukuki Sorumluluk, Tazminat, Sigorta ve Rücu Davaları*, 3. Baskı, Adalet, Ankara 2014, s. 20; Tandoğan, H.: *Kusura Dayanmayan Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku*, Turhan, Ankara 1981, s. 3.

ilkesinin, yetersiz kaldığı noktada eleştirilmesi sonucunda bazı teknik gelişmeler, hakkaniyet duygusu, tehlikeli faaliyetlerde bulunma gibi durumlar kusursuz sorumluluğu gerekli kılmıştır.¹¹³⁶ Son zamanlarda hızla gelişen teknoloji ve sanayi, modern şehirlerde tehlikeleri arttırmakta ve kişilerin daha fazla zarara maruz kalmasına sebep olmaktadır. Zarar görenlerin daha etkili bir şekilde korunmasını sağlamak adına kusurun, sorumluluğun en temel unsuru sayılması sonucu, bu sorumluluk türü ihtiyaçlara cevap veremez olmuştur.¹¹³⁷ Özellikle karmaşık sosyal ilişkilerin var olduğu modern toplumlarda “*kusurlu bir davranışın bulunup bulunmadığını, [ve] olayda kimin kusurlu olduğunu belirlemenin pek de kolay olmadığı bir ortamda*”¹¹³⁸ kusursuz sorumluluk oldukça gerekli hale gelmiştir. Dolayısıyla sermaye piyasası gibi oldukça karmaşık ilişkilerin bulunduğu, piyasa aktörlerinin fazla olduğu ve dolayısıyla sorumluları belirlemenin zor olduğu ortamlarda kusursuz sorumluluk daha etkili bir şekilde işleyebilecektir.

Kusurun olduğu hallerde sorumluluğun doğması gerekli olsa da, kusur tek başına her zaman yeterli olmadığı için sermaye piyasasında yatırımcının zararının karşılanması kusur ilkesi ile oldukça zor görünmektedir. Genel hükümlerde kabul edilen kusur ilkesinden sapma, teknik bilgi ve derin uzmanlık gerektiren alanlar ve bu alanlara özgü geliştirilen ilkeler bağlamında haklı olarak savunulabilir. Bu doğrultuda kusursuz

¹¹³⁶ Tandoğan, H.: Borçlar Hukuku-Özel Borç İlişkileri, Cilt II, 5. Baskı, Vedat, İstanbul 2010, s. 90-91; Tekinay, S. S./ Akman, S./ Burcuoğlu, H./ Altop, A.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 6. Baskı, Filiz Kitapevi, İstanbul 1988, s. 1185-1186; Kıcalıoğlu, M.: Haksız Fiillerden Doğan Tazminat Davaları, Yetkin, Ankara 2015, s. 28-30.

¹¹³⁷ Kusur ilkesine göre kabul edilen sorumlulukta, kusurun olumsuz sonucu, kusurun olmadığı yerde sorumluluk olmaz esasıdır, Tandoğan (Sözleşme Dışı Sorumluluk), s. 1 ve 3.

¹¹³⁸ Yılmaz (Tazminat), s. 20. Hatta tazminat hukukunda artık ‘sorumlu kılmaktan çok zararı karşılama’ yaklaşımının gittikçe benimsendiği belirtilmektedir, bkz. Tandoğan (Sözleşme Dışı Sorumluluk), s. 13.

sorumluluğun esas amacı, adalet düşüncesi olduğu için¹¹³⁹ zarar gören yatırımcının karşısında bir muhatap bulabilmesi ve zararını en kötü ihtimalle ihraççı ortaklıktan karşılayabilmesi daha adil ve hakkaniyete uygun bir çözümdür. Nitekim kendisi tarafından kamuya açıklanan izahnamedeki hangi bilgilerin hukuka aykırı olduğunu, bu bilgilerin kimler tarafından hazırlandığını, onaylandığını ve denetlendiğini en iyi şekilde bilebilecek durumda olan veya bunu tespit edebilecek olan kişi, ihraççıdır. İhraççı, bu tespitinden sonra da kusuru bulunan kişilere, bu kişilerle aralarında var olan hukuki ilişkiye uygun olarak ödediği tazminat miktarı oranında rücu edebilecektir. Her ne kadar bir kurumsal yatırımcıdan daha fazla tecrübe ve uzmanlığa sahip olan bireysel yatırımcıların da piyasada var olabileceğine şüphe bulunmasa da, ortalama yatırımcı tipi düşünüldüğünde,¹¹⁴⁰ ihraççı ortaklığın, bu tespitleri yapabilmesi ve rücu davası açabilmesi daha muhtemel ve kolaydır. Sermaye piyasası hukukunun en temel amaçlarından biri olan yatırımcının korunması ilkesine bu anlamda daha çok hizmet eden ilkenin, kusursuz sorumluluk ilkesi olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

İkinci olarak kanundan doğan sorumluluk hallerinden biri olan izahname sorumluluğunda, zarar verici eylem, sadece hukuk kuralının ihlali olarak kabul edildiğinde, bir kanun hükmünün ihlal edilmesi bile kusursuz sorumluluğun doğması açısından gerekli ve yeterli kabul edilebilmektedir.¹¹⁴¹ Bu kapsamda, SPKn m. 10'da düzenlenen ve ihraççının izahnamedeki bilgilerin hukuka aykırı olmasından kaynaklanan sorumluluğunun özen sorumluluğu olduğu görüşünderiz. Kusursuz

¹¹³⁹ Koçhisarlıoğlu, s. 176; benzer bir görüş için bkz. Tandoğan (Sözleşme Dışı Sorumluluk), s. 5.

¹¹⁴⁰ Buradaki ortalama yatırımcı tipi, makul yatırımcıdır. Bu husustaki ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. "Türk Hukukunda Korunan Yatırımcı Tipi" başlığı altındaki açıklamalar.

¹¹⁴¹ Koçhisarlıoğlu, s. 236-237.

sorumluluk türlerinden, dikkat ve özen ilkesine dayanan özen sorumluluğu,¹¹⁴² diğer bir ifade ile olağan sebep sorumluluğu, denkleştirici adaletin bir sonucu olup adalet ve objektif özen borcu gibi gerekçelere dayandırılmaktadır.¹¹⁴³ Özen sorumluluğu, herhangi bir kanun hükmüyle bir kimseye bir şey veya kişi üzerinde denetim veya gözetime ilişkin verilen objektif bir özen borcunun ihlal edilmesi halinde ortaya çıkmaktadır. Nitekim izahnamedeki bilgilerin hazırlanması, bu bilgilerin gerçeğe uygunluğunun denetlenmesi ve bu bilgilerin hazırlanmasına katılan kişi veya kurumların gözetimi hususunda ihraççıya SPKn m. 10/1 ile objektif bir özen borcu yüklenmektedir. Bu objektif özen borcu, bir sonuç ödevidir ve yüklenen bu ödev, sorumluluğun doğmasını, belirli bir sebeple zararın meydana gelmesi sonucuna bağlamaktadır.¹¹⁴⁴ Burada sorumluluk, zarara sebep olma esasına dayanmakta ve meydana gelen zarara, mağdur olan zarar görenin katlanmasını istemek adil görünmemektedir.¹¹⁴⁵ Sonuç olarak SPKn m. 10 hükmünde, ihraççıya izahnamede yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmaması konusunda objektif bir özen borcu yüklenmiş; aksi halde zarara uğrayanların zararlarını tazmin etmesi uygun görülmüştür.¹¹⁴⁶

¹¹⁴² Bir kanun hükmüyle öngörülmesi zorunlu olan kusursuz sorumluluk türlerinden özen sorumluluğu halleri genel olarak, adam çalıştırmanın sorumluluğu (TBK m. 66), hayvan bulduranın sorumluluğu (TBK m. 67), ev başkanının sorumluluğu (TMK m. 369/1), yapı malikinin sorumluluğu (TBK m. 69) ve taşınmaz malikinin sorumluluğudur (TMK m. 730).

¹¹⁴³ Narter, S.: Kusursuz Sorumluluk, Haksız Fiil Sorumluluğu ve Tazminat Hukuku, 2. Baskı, Adalet, Ankara 2016, s. 97; Turan, s. 209-210; Yılmaz, S.: *Türk Borçlar Kanunu Tasarısında Sebep Sorumluluklarına İlişkin Yeni Hükümler*, AÜHFD 2010, C. 59, S. 3, s. 554-555; Tandoğan (Sözleşme Dışı Sorumluluk), s. 6.

¹¹⁴⁴ Koçhisarlıoğlu, s. 278. Kanun koyucu tarafından kusursuz sorumluluk hallerinde sorumlu kişiye yüklenen bu sonuç ödevi aynı zamanda bir garanti ödevidir çünkü borçlunun, başkalarının canlarını, mallarını veya diğer değerlerini garanti altına alma yükümlülüğü bulunmaktadır, s. 283.

¹¹⁴⁵ Oğuzman, K./ Öz, T. M.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 12. Baskı, Cilt II, Vedat, İstanbul 2016, s. 3, no. 7. Başkaları için zarar doğurma tehlikesi bulunan hallerde zararın kusur tartışması yapılmadan giderilmesi için bu sorumluluk türünün kabul edildiğine yönelik olarak bkz. Kılıçoğlu, s. 413.

¹¹⁴⁶ Yılmaz (Sebep Sorumluluğu), s. 555-556. Türk hukukunda kanun koyucunun iradesi yorumlanırken, 1512 sayılı Noterlik Kanunu m. 162'de "*Stajiyer, katip ve katip adayları tarafından yapılmış olsa bile*

Bunun da ötesinde kusursuz sorumluluk, diğer sorumluluk türleriyle var olabilmektedir. Nitekim bazı hallerde borçlunun, bir sözleşme ilişkisi içerisindeyken dahi, bazı zararlardan dolayı sebep sorumluluğuna sahip olduğu kabul edilmiştir.¹¹⁴⁷ Herhangi bir kanun hükmü sebebiyle, taraflar arasında bir sözleşme ilişkisi olsa dahi borçlunun kusuruna bakılmaksızın sebep sorumluluğuna gidilebilmektedir. Dolayısıyla hukuka aykırı bilgiler içeren izahname sonucunda yapılan satış ile ihraççı ve yatırımcı arasında bir satış sözleşmesi kurulmuşsa da, hukuka aykırı eylemin bu sözleşmenin kurulmasından önce gerçekleşmesi sebebiyle kusursuz sorumluluğun doğabilmesi muhtemeldir. Diğer taraftan genel hükümlerdeki kusursuz sorumluluk hallerine ek olarak mahkeme içtihatlarıyla da bazı kusursuz sorumluluk halleri kabul edilmiştir, çünkü TBK'daki ilgili sayım örnek niteliğindedir.¹¹⁴⁸

noterler, bir işin yapılmamasından veya hatalı yahut eksik yapılmasından dolayı zarar görmüş olanlara karşı sorumludurlar.” şeklinde benzer bir düzenleme bulunduğu için doktrindeki hakim görüş, noterlerin sorumluluğunun kusursuz sorumluluk olduğu yönündedir. Noterlerin sorumluluğu “...noterlerin faaliyetlerinin çok sık veya yüksek miktarda zarar tehlikesi içeren ve fakat topluma faydalı olduğu için yasa koyucu tarafından müsaade edilen bir tür faaliyet olması...” sebebiyle tehlike sorumlu olarak kabul edilmektedir, Erdoğan, E.: *Noterlerin Hazırlanmasına Katılmış Oldukları Senetler Sebebiyle Zarar Gören Üçüncü Kişilere Karşı Hukuki Sorumluluğu*, Yıldırım Beyazıt Hukuk Dergisi 2016, Cilt 2016/1, s. 272. Diğer taraftan “*Kusursuz sorumluluk halleri yaratılırken, şu kuralın bir kıstas olarak hasredildiğini görüyoruz: önemli bir tehlike yaratan olağan dışı her faaliyet kusursuz sorumluluk doğurmalıdır.*”, Koçhisarlıoğlu, s. 190. Nitekim bu doğrultuda Tandoğan'ın “...borsada kayıtlı menkul kıymetleri müsait şartlarla satma imkanından faydalanmaması onların rayicinin düşmesi ihtimali mevcut olduğu için tehlikeli birer harekettir.” görüşüne uygun yorum yapılacak olursa sermaye piyasasında yatırımcının uygun koşullarda elindeki aracını satmasının engellenmesi bir riziko olarak değerlendirilebilecektir, Tandoğan, H.: *Garanti Mukavelesi*, BTHAE, Ankara 1959, s. 4. Bu görüşlerdeki felsefeden de hareketle ihraççı ortaklıkların ekonomideki büyüklükleri ve iş hacmi ile istihdam durumları düşünüldüğünde ülke ekonomisini etkileyen ortaklıkların kamuya yaptıkları açıklamalarda yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler vermesi yani kamuyu bir şekilde kandırarak yatırımcının yatırım kararını olumsuz açıdan etkilemesi, ‘önemli bir tehlike yaratan olağandışı bir faaliyet’ olarak dahi nitelendirilebilir.

¹¹⁴⁷ Eren (Genel Hükümler), s. 1093 vd. Örneğin bkz. TBK m. 116'de yardımcı kişilerin fiilleriyle alacaklıya zarar vermiş olmaları halinde borçlu hiçbir kusuru olmasa da zararı tazmin etmek zorundadır.

¹¹⁴⁸ Eren (Genel Hükümler), s. 517; Narter, s. 97. İş kazalarında ve meslek hastalıklarında sosyal sigorta tarafından karşılanmayan zararlardan dolayı işverenin kusursuz sorumlu olması ve ruhsatlı inşaatın komşulara verdiği zararlardan doğan sorumluluk, kanun hükmü olmaksızın sadece mahkeme içtihatlarıyla kabul edilmiştir; bkz. Oğuzman/ Öz (Cilt II), s. 138, no. 430.

Üçüncü olarak SPKn m. 10 hükmünün birinci derecede sorumlulukta kusurdan söz etmemesi bu sorumluluğun doğrudan kusursuz sorumluluk olduğunu göstermese de bunun, yalnızca ve sadece ihraççı için yapılması kanun koyucunun bilinçli bir tercihi olarak görülmelidir.¹¹⁴⁹ Nitekim Yargıtay, kanun metninde açıkça kusurun, sorumluluğun bir şartı olarak aranmaması halinde, bu hususun tek başına ilgililerin kusursuz sorumlu tutulabileceklerine işaret edebileceğini kabul etmiştir.¹¹⁵⁰

Kanunun lafzında kusur unsuruna yönelik açık bir düzenleme bulunmadığı hallerde, hükmün yorumlanması sonucunda sorumluluğun maddedeki belirli bir olguya bağlanarak kusursuz sorumluluk öngörülmesi mümkündür.¹¹⁵¹ Kusur sorumluluğunda da zarar doğuran sebebin düzenlenmesi zorunlu olmasına rağmen, sorumluluk asıl olarak bir kimsenin kusurlu hareketinden kaynaklanırken;¹¹⁵² kusursuz sorumlulukta sorumluluk, bir kimsenin kusurlu olup olmadığına bakılmaksızın, belirli bir hareketin veya olayın gerçekleşmesiyle ortaya çıkmaktadır. Nitekim kusur, kusur sorumluluğunun

¹¹⁴⁹ İslamoğlu, s. 60. ABD hukukundaki benzer bir görüş için bkz. Kaufman, M. J.: *Living in a Material World: Strict Liability Under Rule 10b-5*, Capital Uni. L. Rev. 1990, V. 19, N. 1, s. 76. Benzer bir yorum tekniğini ABD Federal Yüksek Mahkeme de *Ernst&Ernst* davasında kullanmıştır ve ihraççının Kural 10b-5 hükmü uyarınca kusursuz sorumlu olduğunu öngörmüştür, bkz. *Ernst&Ernst Davası*, s. 193.

¹¹⁵⁰ Örneğin, Noterlik Kanunu m. 162’de noterlerin hukuki sorumluluğu için öngörülen maddede, sorumluluk için kusur unsurunun açıkça madde metninde aranmaması sebebiyle Yargıtay noterlerin sorumluluğuna ilişkin önüne gelen bir davada, “... *anılan maddede kusurdan sözedilmemiş, dolayısıyla noterlerin bu göreve ilişkin kişisel sorumlulukları, kusursuz sorumluluk esasına göre düzenlenmiş bulunmaktadır.*” demek suretiyle, noterlerin kusursuz sorumlu olduklarına hükmetmiştir. Yargıtay HGK, 06.03.2013 tarihli ve 2012/800 Esas ve 2013/322 Karar sayılı kararı (<<https://legalbank.net/belge/y-hgk-e-2012-800-k-2013-322-t-06-03-2013/1792920/>>, Erişim Tarihi: 14.03.2018). Dolayısıyla madde hükmünde sorumluluğun unsuru olarak kusurdan söz edilmediği hallerde kanun koyucunun amacına bakılarak hükmün yorumlanması gerekmektedir. Nitekim Yargıtay bu kararında madde hükmünü bu şekilde yorumlamıştır. Benzer yorum tekniğinin, izahnamede ihraççının sorumluluğunun niteliğinin tespitinde kullanılabileceğini düşünmekteyiz.

¹¹⁵¹ Oğuzman/ Öz (Cilt II), s. 7, no. 18; Yılmaz (Tazminat), s. 19. Dolayısıyla burada da genel kural olan kusur sorumluluğundan ayrılan istisnai bir durum mevcuttur, Adıgüzel, s. 36.

¹¹⁵² Bu sorumluluk türü, en temel ve kurucu unsuru kusur olduğu için kusur sorumluluğu olarak adlandırılmaktadır, ancak zarar veren davranışın belirli bir kimseye atfedilmesi karşısında, aynı zamanda sübjektif sorumluluk veya en dar anlamıyla haksız fiil sorumluluğu olarak da adlandırılmaktadır, ayrıntılı bilgi için bkz. Eren (Genel Hükümler), s. 512 vd.; Ayan, M.: *Borçlar Hukuku (Genel Hükümler)*, 10. Baskı, Mimoza, Ankara 2015, s. 229 vd.

en temel ve kurucu unsuru iken kusursuz sorumlulukta kusur unsuru bulunmamakta ve aranmamaktadır.¹¹⁵³ İzahname sorumluluğunun düzenlenişine bakıldığında da benzer şekilde kusur unsuru aranmamakta ve sorumluluğun doğması, “*izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan*” zararların meydana gelmesi sonucuna bağlanmaktadır.

Diğer taraftan benzer bir kanun yapma tekniğinin kullanıldığı TTK m. 549/1’da halka açılmayla ilgili sayılan ve sınırlı sayıda olmayan, izahname gibi belge ve beyanların kanuna aykırı olması halinde hukuki sorumluluğun doğacağı belirtilmiştir.¹¹⁵⁴ TTK m. 549/1 hükmünün ilk cümlesi uyarınca, izahnamenin de aralarında bulunduğu söz konusu belgeleri düzenleyenler ile beyanları yapanların sorumluluklarının hukuki niteliğinin kusursuz sorumluluk olduğu, ancak bunlara katılan ifa yardımcılarının ise kusur sorumluluğu olduğu ortaklıklar hukuku doktrinde baskın görüş olarak kabul edilmektedir.¹¹⁵⁵ Nitekim 6362 sayılı SPKn ile benzer dönemlerde hazırlanan 6102 sayılı TTK’nın ilgili maddesinin gerekçesinde kanun koyucu, izahnameden doğan hukuki sorumlulukta ihraççılar açısından kusursuz sorumluluğun kabul edildiğini

¹¹⁵³ Kusursuz sorumluluk hallerini, kusur sorumluluğundan ayıran etkenlerden biri, kusurlu borçlunun değil, fiilinin kanun koyucu tarafından kınanmasıdır, Koçhisarlıoğlu, s. 176. Nitekim SPKn m. 10’da da söz konusu hukuka aykırılığa kimin sebep olduğundan ziyade bir hukuka aykırılığın ortaya çıkmış olması olgusu önem arz eder. Kanun koyucu da zarar verici eylemin etkilerinin giderilmesini borcunu belirli sorumlulara yüklemiştir.

¹¹⁵⁴ Hükmün ilgili kısmı şu şekildedir: “... *izahnamelerin, taahhütlerin, beyanların ... yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından ... doğan zararlardan belgeleri düzenleyenler veya beyanları yapanlar ile kusurlarının varlığı halinde bunlara katılanlar sorumludur*”.

¹¹⁵⁵ Tekinalp (Sermaye Ortaklıkları), s. 422, para. 16-27; Kendigelen, A.: Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 2. Baskı, Oniki Levha, İstanbul 2012, s. 454; Moroğlu, E.: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu-Değerlendirme ve Öneriler, 8. Baskı, On İki Levha, İstanbul 2016, s. 342; Altaş, S.: Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketler, 8. Baskı, Seçkin, Ankara 2017, s. 948; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 366; Üçışık/ Çelik, s. 527; hatta bu maddede belirtilen halka açılmayla ilgili belgelerin “*katılanların sorumluluğu açıkça kusurlarının varlığı şartına bağlandığından*” bu belgeleri düzenleyenler açısından “*kusursuz sorumluluk esasının benimsendiği sonucuna varılması kaçınılmaz olacaktır.*” bkz. Kendigelen, s. 454-455. TTK m. 549 ve SPKn m. 10’un benzer amaçlarla kaleme alındığı dolayısıyla sorumlulukların hukuki niteliğinin de kusursuz sorumluluk olduğu görüşü için bkz. Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 120.

belirtmiştir.¹¹⁵⁶ Her iki kanunda benzer kanun yapma tekniğinin kullanılması, bu kanunların benzer dönemlerdeki kanun koyucu tarafından hazırlanması gibi gerekçeler göz önünde bulundurulduğunda, TTK m. 549 hükmüyle uyumlu olarak, SPKn m. 10/1 uyarınca ihraççının izahnameden doğan sorumluluğunun niteliğinin, kusursuz sorumluluk olduğu kabul edilmelidir.

Son olarak ihraççının sorumluluğunun hukuki niteliğinin ve meydana gelen zararların hangi şartlar altında tazmin edileceğinin, kanun hükmünün sadece pozitif bir değerlendirmeye ve lafzi olarak yorumlanması sonucu belirlenmesinin yeterli olmayacağı düşünülmektedir. Pozitif değerlendirmenin yanı sıra ilgili düzenlemenin ve kanun koyucunun amacının da göz önüne alındığı, normatif bir değerlendirme yapılmalıdır. Buna göre yapılacak bir ekonomik analiz, sorumluluk hükümlerinin, sermaye piyasası aktörlerinin davranışları üzerindeki etkilerini ve bu davranışların sonuçlarını ortaya koyma açısından normatif bir ölçüt¹¹⁵⁷ sunar. Söz konusu normatif ölçüt ise sorumluluk hükümlerine atfedilen ekonomik amaç olarak etkinliğin ve sosyal refahın artırılmasıdır.¹¹⁵⁸ Sermaye piyasası hukuku açısından ise, bu amaç finansman kolaylığının sağlanması ve piyasada fon arzının artırılması yoluyla piyasa etkinliğinin sağlanması ile yatırımcının tam ve doğru bilgiye zamanında erişiminin

¹¹⁵⁶ Bkz. TTK m. 549 gerekçesi: “... *Düzenleyenler için kusursuz, katılanlar bakımından kusur sorumluluğu kabul edilmiştir...*”.

¹¹⁵⁷ Burada bahsedilen ölçüt, ekonomik bir analizin yapılmasını sağlayacak olan ekonomik normatif ölçüttür. Nitekim normal olarak hukuk kurallarına atfedilen hukuki normatif ölçüt, hakkaniyet ve adaletin sağlanmasıdır. Hukuksal bir düzenlemenin ne kadar etkin olduğuna ilişkin ölçüt, Kaldor-Hicks ölçütüdür. Buna göre zarar riskinin kimin tarafından üstleneceğinden bağımsız olarak makro düzeyde zararın karşılanabilir olması, yani düzenlemenin faydasının, maliyetini aşması (*total surplus*), o hukuki düzenlemenin etkin olduğu anlamına gelir, Lee, Y. A.: *The Efficiency Criterion for Securities Regulation: Investor Welfare or Total Surplus?*, Arizona L. Rev. 2015, V. 57, N. 1, s. 87. Nitekim bilgi dengesizliği, vekalet çatışması, dışsallık, ters seçim gibi bir piyasa başarısızlığı (*market failure*) karşısında, uygulanması gereken ölçüt de budur, Lee, s. 88.

¹¹⁵⁸ Sanlı, K. C.: *Haksız Fiil Hukukunun Ekonomik Analizi- Hukuk ve Ekonomi Öğretisi*, Arıkan, İstanbul 2007, s. 18-19. Ancak bu analizin, farklı kişilere farklı sonuçlar vereceğine ilişkin bir eleştiri için bkz. Lee, s. 91 ve 108.

sağlanmasıdır.¹¹⁵⁹ Bu nedenlerle, hangi sorumluluk türünün, bahsedilen amaçlara ne derecede etkin şekilde hizmet ettiğinin ekonomik normatif analiz yapılarak incelenmesi gerekmektedir.¹¹⁶⁰

İhraççının kusursuz sorumluluğunun öngörüldüğü bir hukuk düzeninde, izahnameyi hazırlarken gereken bilgilere erişime, bilgilerin hazırlanma ve sunulmasına ilişkin maliyetler artar ve sonuç olarak da halka arzın maliyeti artar.¹¹⁶¹ Bu durumda arzdan elde edilecek fon, izahnamenin hazırlanması için gereken maliyetleri karşılamayabileceği için ihraççıların halka arzdan vazgeçmesi söz konusu olabilir. İhraççının, meydana gelecek zararlardan, kusuru olmasa dahi, sorumlu olacağı ve ihraççının beklenen maliyetinin, sosyal maliyetine eşit olacağı göz önüne alındığında,¹¹⁶²

¹¹⁵⁹ Sermaye piyasası hukuku kurallarının amacı uzun yıllardır tartışma konusu yapılmıştır. ABD hukukunda doktrindeki baskın görüşe göre bu soruya, söz konusu amacın genel olarak yatırımcıyı korumak ve hukuka aykırılıkların önüne geçmek şeklinde cevap verilmelidir. Bu konudaki tartışmalar için bkz. Lee, s. 102-103.

¹¹⁶⁰ Sermaye piyasası hukuku kurallarının amacının, aslen yatırımcının korunması olan ABD hukukunda, SEC'in görevlerinden biri de, ECCF olarak kısaltılan ve bir kuralının, etkinliği, rekabeti ve sermaye birikimini destekleyip desteklemediğini araştırmaya yöneliktir ("to consider ... whether [an] action will promote efficiency, competition, and capital formation"), bkz. National Securities Market Improvement Act of 1996 §106, 15 U.S.C. §77b(b) (2006). Bu maddenin mahkeme tarafından yorumu için bkz. U. S. Court of Appeals, District of Columbia Cir. Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011), (<<https://casetext.com/case/business-roundtable-v-sectis-ex-comm-10-1305-dc-cir-7-22-2011>>, Erişim Tarihi: 11.02.2019). SEC'in bu alanda kural koyarken uyguladığı ekonomik analiz için hazırladığı, 16.03.2012 tarihinde yayımladığı Genelge'nin bir parçası olan Rehber'e ilişkin olarak bkz. Memorandum from RSFI and OGC to Staff of Rulewriting Division and Offices About Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings of 2012 <https://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_secrulemaking.pdf> Erişim Tarihi: 19.09.2019).

¹¹⁶¹ Buradaki maliyetler, sosyal maliyetler olarak adlandırılır ve üç şekilde ortaya çıkarlar: (a) Birincil maliyetler, ihraççının, bir zarar ortaya çıkmaması için alması gereken önlem ve tedbirlere ilişkin maliyetlerle zararın meydana gelmesi durumunda katlanması gereken maliyetlerdir. (b) İkincil maliyetler ise, zararın meydana gelme olasılığına bağlı olarak ihraççının katlanması gereken risk maliyetleridir. Son olarak da (c) idari maliyetler, meydana gelen zararın telafisi için tarafların ve toplumun katlandığı toplam maliyetlerdir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Sanlı, s. 169 vd. Diğer taraftan kamuyu aydınlatma kurallarının gizli bazı maliyetleri olduğu da ileri sürülmektedir. Buna göre bilginin her zaman doğru olduğundan emin olmadığı durumlarda ilgili taraf bunu onaylamak için bazı maliyetlere girişecektir. Ya da bilgiyi araştırmadan açıklarsa da sorumluluk riskini göze alacaktır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Spindler, s. 1188 ve 1190.

¹¹⁶² Zarar gören yatırımcının 1933 tarihli Kanun §11 uyarınca öngörülen şartlar sağlandığında kusursuz sorumlu olan ihraççıdan, ilgili menkul kıymete ödediği tüm bedeli talep edebilme imkanı

zararın meydana gelmesini önlemek için daha fazla teşvikinin olması beklenir ve bu durumda göstereceği özen seviyesi, etkin özen seviyesine ulaşmalıdır.¹¹⁶³ Halka arza ilişkin bilgilerin hazırlanmasında yüksek özen göstermek suretiyle, ihraççı, zararın meydana gelme riskini gidermeye çalışır. Hatta ihraççının bu aşamada, yüksek risk içeren arzlardan, riski yatırımcının üzerinde bırakamayacağı için, kaçınması beklenir.¹¹⁶⁴

Bu şekilde kusursuz sorumluluğun, ihraççının göstermesi beklenen yüksek özen seviyesi dolayısıyla, düşük bir olasılıkla zarar görmüş olacak yatırımcı açısından dava açmaya yönelik taşıdığı cezbedicilik de engellenebilir.¹¹⁶⁵ Arz için yapılacak bu maliyetler sonrasında, ihraççının birincil maliyetleri artmasına rağmen ikincil maliyetler ve idari maliyetlerde azalma görülmesi olasıdır. Yani ihraççı yalnızca, kusursuz sorumlu olması dolayısıyla kendisinin katlanacağı halka arz ve ilgili mevzuata uyum maliyetleri (*compliance costs*)¹¹⁶⁶, bu arzdan beklenen gelirden daha az olduğu durumlarda halka arzı gerçekleştirecektir.¹¹⁶⁷ Bu durumda aradaki fark, beklenen gelir lehine ne kadar

bulunmaktadır. Bu düzenlemenin, ihraççının mali bir krize girdiği dönemde yatırımcıya aldığı geri verip kurtulma olanağı sağladığına yönelik eleştiriler bulunmaktadır. Ancak bir menkul kıymeti satın alan yatırımcının zarar etmeyi de mutlaka göze almış olacağı beklendiği için bu riskin kendisi tarafından daha etkin bir şekilde üstlenileceği belirtilmiştir, Spindler, s. 1190.

¹¹⁶³ Brown, J. P.: *Toward an Economic Theory of Liability*, The Journal of Legal Studies 1973, V. 2, N. 2, s. 338. İhraççının bu teşvik sonucunda, dışsal maliyetleri içselleştirmesi, yani dışsal etkenler hususunda da daha fazla özen göstermesi söz konusu olacaktır. Ayrıca bkz. Sanlı, s. 488-489.

¹¹⁶⁴ Çünkü ihraççı da riskten kaçınır, dolayısıyla ihraççı, yüksek getirisi olan, ancak yüksek risk barındıran arzlardan da kaçınır, Spindler, s. 1221.

¹¹⁶⁵ Bu anlamda kusursuz sorumluluğun, zarar gören yatırımcı açısından dava açmaya yönelik olarak taşıdığı bu cezbediciliğin sigorta şirketleri açısından ne kadar olumsuz bir maliyete yol açtığına yönelik olarak yapılan ayrıntılı tartışma için bkz. Alexander, J. C.: *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions*, Stanford L. Rev. 1991, V. 43, N. 3, s. 571-572.

¹¹⁶⁶ Bir hukuk kuralına uymakla yükümlü olanlar tarafından, o kurala uymak amacıyla yapılan maliyetlerdir, Lee, s. 89-90.

¹¹⁶⁷ İhraççının izahnamedeki bilgilerin doğruluğuna ilişkin kanunda öngörülen bir kusursuz sorumluluk hükmü, ihraççının riskini arttıracığı için, ihraççının bu risk karşısında beklediği gelirinin yüksek olmasına sebep olur. Bu gelir ise arz edilen sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yapay olarak fazla olması sonucunda ortaya çıkar, bkz. Spindler, s. 1193.

yüksek olursa, piyasadaki ihraççıların halka arzlarının ve piyasa etkinliğinin de o oranda artması beklenir.¹¹⁶⁸

İhraççının izahnamedeki bilgilerden dolayı kusursuz sorumlu olduğu bir hukuk düzeninde yatırımcı ve piyasa açısından yapılacak analize göre, söz konusu hukuk kuralı, yatırımcılar tarafından, izahnamedeki hukuka aykırı bilgilerden dolayı uğrayacakları her türlü zararın karşılanacağına ilişkin bir garanti gibi algılanabilir.¹¹⁶⁹

Yatırımcı, sermaye piyasalarında yatırım yaparken kendini daha güvende hissedebilir ve yatırımcının piyasaya ve sermaye piyasası kurumlarına olan güveni artacağı için bu durum da fon arzının artmasına sebep olur. Güven duygusunun hakim olduğu piyasada daha fazla yatırımcıyı çekmek için ihraççılar, yapacakları kamuyu aydınlatmalarda daha özenli olmalıdır ve bu şekilde kamuya yapılan açıklamaların sayısında bir artış beklenir.¹¹⁷⁰ Açıklanan bilgilerin fazla olması ve ihraççıların daha özenli davranması, piyasa fiyatlarının açıklanan bilgileri yansıtarak ilgili aracın değerinin göstergesi olmasına, yani fiyat etkinliğinin artmasına ve piyasanın daha etkin hale gelmesine yardımcı olur.

¹¹⁶⁸ Ancak arzdan beklenen gelir ne kadar artarsa, söz konusu ihraççıya karşı dava açılması olasılığının da o oranda arttığına yönelik çalışma için bkz. Spindler, s. 1210 vd.

¹¹⁶⁹ Alexander, s. 570-571, ABD'deki sınıf davası sistemi açısından konuya yaklaşan yazar, özellikle sınıf davası öncesinde yapılan anlaşmalarda ortaya çıkan sonuçların, gerçek dünyadaki sonuçlara yakın olmaması halinde, yatırımcıların bunu bir sigorta gibi algılayacağından bahsetmiştir. Dolayısıyla yazar, sadece fiyatlardaki bir düşüş sonucundan yatırımcının hukuka aykırı açıklamadan dolayı ihraççıya karşı dava açacağını düşünmektedir. Karş. Seligman, s. 444-445. Seligman ise bir davada sadece piyasa fiyatlarının, hukuka aykırı bir açıklama yapıldığına işaret etmediğini, yatırımcının ayrıca hukuka aykırılığın doğasını, tarafları gibi unsurlarını kanıtlaması gerektiğini de belirtmektedir. Spindler ise fiyatlardaki ciddi bir düşüşün tek başına dahi, ihraççının hukuka aykırı bir açıklama yaptığına yönelik yeterli delil sunabileceğini düşünmektedir, bkz. Spindler, s. 1192, dn. 9 ve 1193.

¹¹⁷⁰ Spindler, s. 1228. Ancak yine de ihraççıların, aynı zamanda kamuya yapılacak açıklamalardaki hukuka aykırılıklar veya belirsizlikler sonucunda doğabilecek bu sorumluluktan kaçınmak için oldukça farklı şekilde davranırlar. Bu husustaki örnekler ve tartışmalar için bkz. Spindler, s. 1227.

İhraççı açısından yapılan analiz ile buradaki analizin sonucunda, ihraççıların halka arzdeki maliyetlerin yüksekliği sebebiyle bu arza yönelik tereddütleri, yatırımcıların güven ortamından dolayı yatırım yapmaya istekli olması ile giderilebilecektir. Sonuç olarak ihraççının izahnamedeki bilgilerden dolayı kusursuz sorumlu olmasına yönelik hükümlerin, uzun dönemde sermaye piyasasının etkinliğine hizmet edeceğini söyleyebiliriz.¹¹⁷¹

İhraççının izahnamedeki bilgilerden dolayı kusur sorumluluğunun olduğu bir hukuk düzeninde, ihraççı açısından yapılacak analize göre, ihraççı, sadece kusuruyla sebep olacağı zararlardan sorumlu olacağı için yine belirli bir özen seviyesine çıkacaktır. Ancak göstereceği özenin, normal şartlarda kusursuz sorumluluktakine oranla daha düşük seviyede kalan ortalama bir özen olması beklenir. İzahnamedeki bilgilerin hukuka aykırı açıklanması hususunda, ihraççının ortalama bir kişinin göstermesi gereken özeni göstermediğinin, yatırımcı tarafından kanıtlanması gerekecektir.

Hukuk sistemimizde, SPKn m. 32’de düzenlenen kusur karinesi sebebiyle kusurun ispatı sorununun daha kolay çözümlenebileceği düşünülebilir. Yani ihraççının yine de kendisine karşı açılacak bir davada, kusurunun bulunmadığını ve kendisinden beklenen özeni gösterdiğini ispatlaması gerekecektir. Bunun yanı sıra, ihraççının halka arz maliyetlerinin de, ortalama özen seviyesine paralel olarak ve kusursuz sorumlu olduğu durumdaki gibi fazla olmaksızın, ortalama bir miktarda olması beklenir. Nitekim ilgili bilgi ve belgelerin hazırlanması ve onaylanmasına ilişkin maliyetlerle birincil maliyetler, özen seviyesi doğrultusunda ortalama bir miktarda kalma eğilimdedir ve bu da, halka arz maliyetlerinin ortalama bir oranda kalmasına sebep olarak arza teşvik edici

¹¹⁷¹ Özellikle dışsalılık sorunun çözümüne, kusursuz sorumluluk hükümlerinin daha etkin bir şekilde hizmet ettiğine yönelik olarak bkz. Sanlı, s. 489.

bir unsur olarak görülebilir. Ancak yatırımcı lehine kusur karinesi ile sağlanan ispat kolaylığı, daha çok davanın açılmasına yol açabilir ve bu durumda ihraççının, ortaya çıkacak idari maliyetlere¹¹⁷² ayrıca katlanması gerekecektir.

İhraççının izahnamedeki bilgilerden dolayı kusur sorumluluğunun olduğu bir hukuk düzeninde, yatırımcı ve piyasa açısından yapılacak analize göre ise, yatırımcı açıklanan bilgiler ışığında yatırım kararı verecektir. Ancak ortalama özen seviyesinde sorumlu olan ihraççıların açıkladığı bilgilerin hukuka aykırı olma ihtimali, yani yatırımcının katlanacağı zarar riski, kusursuz sorumluluğun öngörüldüğü düzende göre daha yüksek olacaktır. Ancak bu risk maliyetini, yatırımcının karşılaması beklenmemelidir, yatırımcı, kamuya yapılan açıklamaların doğruluğunu araştırma yükümlülüğü altında değildir, nitekim kanaatimizce oluşabilecek zararı en az maliyetle en etkili şekilde engelleyebilecek tarafın ihraççı olduğu düşünülmektedir.¹¹⁷³ Dolayısıyla risk maliyetine de ihraççı katlanmalıdır,¹¹⁷⁴ ancak kusur unsuru ihraççıyı bu durumda yatırımcı karşısında daha avantajlı konuma getirmektedir.

İkincil maliyetleri göz önünde bulunduran makul yatırımcı, faydasını en yüksek seviyeye çıkarmak isteyeceği için riskli yatırımlardan kaçınarak (*risk averse*) daha az

¹¹⁷² Bir ihraççının halka arzda karşılaşacağı sosyal maliyetlerin ve türlerinin açıklaması için bkz. yuk. dn. 1162.

¹¹⁷³ Bkz. Kaufman, s. 77-78; Coase, ortaya attığı teoreminde sosyal refahın artması için, bir zararın ortaya çıktığı durumlarda hangi taraf daha az maliyetle o zarardan kaçınabileceks, zarardan o tarafın sorumlu olması gerektiğini ifade etmiştir, bkz. Coase, R. H.: *The Problem of Social Cost*, The Journal of L. and Eco. 1960, V. 3, s. 44.

¹¹⁷⁴ Bu doğrultuda, ihraççının üzerindeki riskleri dağıtmak için kendine bir imparatorluk kurmaya yönelik eğilimi artacaktır. Ancak ihraççının risk dağılımını bu şekilde yapmasını oldukça maliyetli bulan bir görüş de doktrinde savunulmaktadır, çünkü yatırımcı işlem maliyeti ile başka menkul kıymetleri satın alarak ya da farklı firmalara yatırım yaparak risk dağılımını daha az maliyetle gerçekleştirebilir, Spindler, s. 1227-1228. Yazarın burada bahsettiği risk, hukuka aykırı açıklama sonucunda yatırımcının maruz kalacağı zarar riski olmayıp tamamen sistemik risktir.

gelir getirisi olan, ancak daha az riskli yatırımlara yönelir.¹¹⁷⁵ Özellikle halka ilk kez açılacak veya arzda bulunacak ortaklıklar, bunların yatırımcılar tarafından tanınmaması sebebiyle, yatırım için çoğunlukla tercih edilmeyecektir. Yatırımcının korunmasına daha az hizmet eden bu düzen, nihayetinde piyasanın, finansman kolaylığı sağlama işlevini yitirmesine yol açacaktır. Sonuç olarak yatırımcının korunması ilkesinin etkin şekilde işlemediği bir piyasada yatırımcının gayrimenkul gibi daha güvenli ve sağlam yatırımlara yönelmesi, sermaye piyasasında fon arzını azaltacak ve piyasanın etkin işlemlerini engelleyecektir.

Kanaatimizce, kusursuz sorumluluk hükümleri, yukarıda açıklanan fayda-maliyet analizine göre, özellikle uzun dönemde ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde SPK'nın m. 1'deki amaçların daha etkin bir şekilde gerçekleştirilmesine hizmet etmektedir. Nitekim konuya halka arz açısından bakıldığında, halka arzın esas amacı, finansman sağlama kolaylığı ve fon elde etmektir. Ancak bunu sağlayacak kişilerin yatırımcılar olduğu düşünüldüğünde, piyasanın düzgün ve etkili bir şekilde işleyebilmesi için öncelikle yatırımcıların korunması ilkesinin etkin bir şekilde uygulanması gerekir. Gelişmiş ülkelerdeki aksine ülkemiz sermaye piyasasının, işlem hacminin yüksek olmadığı göz önüne alındığında, yatırımcının piyasa düzenine ve fiyat hareketlerine alışmasını sağlamak ve onu yatırım yapmaya teşvik etmek oldukça önemli hale gelmektedir. Dolayısıyla yatırımcının piyasa riski dışındaki bir sebeple zarara uğraması durumunda, bu zararını tazmin edebilmesi noktasında yatırımcıya bazı kolaylıkların sağlanması gerektiği kanaatindeyiz. Sonuç olarak, ihraççının izahnamedeki bilgilerden

¹¹⁷⁵ Makul yatırımcı bu durumda risk primi olarak riskli yatırım getirisi ile tercih edilen daha az riskli yatırım getirisi arasındaki farkı ödemeyi tercih eder, Sanlı, s. 33.

dolayı kusursuz sorumluluğunun öngörüldüğü düzende piyasa etkinliğinin daha fazla sağlanmış olacağını düşünmekteyiz.

Borçlar hukukunun temel ilkeleri uyarınca olağan özen sorumluluğu, kusursuz sorumluluğun en hafif şeklini oluşturmakta ve sorumlunun kurtuluş kanıtı getirme imkanı bulunmaktadır.¹¹⁷⁶ Buna göre ihraççı, gerekli dikkat ve özeni gösterdiğini veya bu dikkat ve özeni göstermemiş olsaydı bile zararın doğmasını engelleyemeyeceğini kanıtlarsa sorumlu olmaktan kurtulacaktır. Söz konusu özenin seviyesi ise, her bir somut olayda ayrı ayrı değerlendirilir ve kusur sorumluluğunda var olan özen seviyesinden¹¹⁷⁷ daha ağırdır.¹¹⁷⁸ Doktrindeki bir görüşe göre, buradaki özen borcunun daha ağır olması, ilgili kişinin sorumluluğunu kusursuz sorumluluk haline getirmeye yetmemekte,¹¹⁷⁹ diğer bir deyişle kusur sorumluluğuna nazaran daha ağır bir özen borcu altında olması, ihraççının, kusursuz sorumlu olduğu anlamına gelmemektedir. Özen göstermede kusurlu veya kusursuz olmanın bir anlam ifade etmediği, dolayısıyla özen sorumluluğunun aslında bir tür '*ağırlaştırılmış kusur sorumluluğu*' olduğu belirtilmektedir.¹¹⁸⁰

Doktrinde bizim katıldığımız diğer bir görüşe göre özen sorumluluğundaki kurtuluş kanıtı getirme olanağı, kusur sorumluluğunda, kişinin kusurunun var olup olmadığına ilişkin yapılan inceleme ile, belirli bir noktaya kadar örtüşmektedir.¹¹⁸¹

¹¹⁷⁶ Eren (Genel Hükümler), s. 517-518; Narter, s. 97; Yılmaz (Sebepler Sorumluluğu), s. 557.

¹¹⁷⁷ Kusur sorumluluğunda var olan özen seviyesi, borçlar hukuku doktrininde kabul edilen objektif teoriye göre belirlenmekte ve objektif olarak makul bir kişinin göstermesi gereken asgari dikkat ve özen olarak tanımlanmaktadır. Kusur ve dereceleri hakkındaki ayrıntılı bilgi için Sorumluluğun Koşullarından olan Kusur konusundaki alt başlıklardan bkz. aşağıda "Tanımı ve Derecesi" başlığı altındaki açıklamalar.

¹¹⁷⁸ Sanlı, s. 481-482.

¹¹⁷⁹ Sanlı, s. 481-482.

¹¹⁸⁰ Sanlı, s. 482, dn. 2085.

¹¹⁸¹ Tandoğan (Sözleşme Dışı Sorumluluk), s. 54 ve 124.

Bunu, sermaye piyasası hukuku açısından ifade etmek gerekirse, kusursuz sorumlulukta ihraççı, kusurun her derecesinde ve bu kusuru dikkate alınmaksızın sorumludur. Nitekim SPKn m. 10'da, izahnamedeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmaması noktasında ihraççıya objektif bir özen ödevi yüklenmiş ve bu ödevin ihlal edilmesine, sorumluluk bağlanmıştır. Burada sorumluluk sebebi olarak, ihraççının, izahnamenin içerdiği bilgiye hakimiyeti, bilgiyi oluşturan kişinin çoğunlukla kendisi olması ve bu bilgiye erişim kolaylığı gösterilebilir.

SPKn m. 10'a göre ihraççı, kusurunun olmadığını değil, aslen kendisinden bu noktada beklenen gerekli tüm dikkat ve özeni gösterdiğini veya kendisinden beklenen özeni gösterseydi dahi sonucun meydana gelmesini engelleyemeyeceğini; veya nedensellik bağına kesen sebeplerin gerçekleştiğini¹¹⁸² kanıtlamak zorundadır. Özellikle üçüncü kişinin ağır kusuru veya suç teşkil eden eylemleri bu noktada açık bir örnek teşkil edebilecektir. Hazırlanan izahnamede, bilanço makyajlamasının yapılması ve denetim şirketinin de bu suça dahil olması halinde özel bir uzmanlığı olmayan ihraççı yönetim kurulu üyesinin, kendisinden beklenen dikkat ve özeni gösterdiğini kanıtlaması gerekir. Bu doğrultuda, alanında uzman muhasebecilerle çalışıldığı, en deneyimli denetim şirketleriyle anlaşıldığı, kendi bilgisi çerçevesinde raporlarda bir yanlışlık tespit edemediği ve benzer konumdaki bir yöneticinin de kasten bilançonun yanıltıcı şekilde hazırlandığını anlayamayacağı gibi hususları ispatlaması gerekir.

İzahnameden kusursuz sorumlu olan ihraççının sebep olduğu zarar, yönetim kurulu üyelerinin kusurundan kaynaklanacağı için, bu noktada şirketler hukuku doktrininde yöneticilerin kusur sorumluluğunda benimsenen 'tedbirli yönetici'

¹¹⁸² Nedensellik bağının kesilmesi konusunda SPKn m. 32/5'te sayılan hallere ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda "Sorumsuzluk Halleri" başlığı altındaki açıklamalar.

ölçütünden daha ağır olan ‘basiretli olma’ ölçütünden faydalanılabilir. Buna göre, ihraççı, izahnamenin hazırlanması için görevlendirilen kişilerin seçiminde, denetiminde ve onlara talimat vermede dikkatli ve özenli davrandığını, zararın ve bir hukuka aykırılığın meydana gelmemesi için her türlü tedbiri aldığını ve öngörülü hareket ettiğini kanıtlarsa sorumluluktan kurtulmalıdır. Bunların da ötesinde ihraççının, izahnamedeki bilgilerin oluşturulmasında veya denetlenmesinde alınan tüm kararlarında ve davranışlarında her türlü olasılığı hesaba katarak öngörülü olması, piyasa koşullarını takip etmesi, siyasi ve kura ilişkin riskleri öngörebilmesi ve bunları işinde değerlendirebilmesi de gerekir.¹¹⁸³ Bu durumda ihraççının, kendi faaliyet alanında basiretli bir şekilde hareket ederek her türlü dikkat ve özeni gösterdiğini, ancak zararlı sonucu engelleyemediğini kanıtlamış kabul edilmesi gerekir. Sonuç olarak SPKn m. 10/1’in de yorumlanmasıyla ihraççının kusursuz sorumluluğunun kabul edilmesi hem temel ilke olan yatırımcının korunması ilkesine hem de kanun hükmünün amacına uygundur.

Borçlar hukuku doktrindeki hakim görüş olan taleplerin yarışması görüşünü burada da kabul eden bazı yazarlar bulunmaktadır.¹¹⁸⁴ Bu görüşe göre, ihraççının davranışının hem sözleşmesel hem de kusursuz sorumluluk kapsamında değerlendirilmesi ve her iki sorumluluğa dayanan taleplerin yarışması mümkündür.

Buna göre SPKn m. 10’un amacı yatırımcıyı zor durumda bırakmak olmayıp kendisine

¹¹⁸³ Basiretli tacir ölçütün anlaşılmasına ilişkin genel olarak bkz. Arkan, S.: Ticari İşletme Hukuku, 25. Baskı, BTHAE, Ankara 2019, s. 153-155; Ayhan, R./ Çağlar, H./ Özdamar, M.: Ticari İşletme Hukuku, 12. Baskı, Yetkin, Ankara 2019, s. 222-223. Bu ölçüte eTTK döneminde yargı kararlarında yüklenen anlamına ilişkin eleştirilmesine yönelik olarak bkz. Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar I), s. 379, para. 581.

¹¹⁸⁴ İhraççı, halka arz eden veya aracı kurum gibi sermaye piyasası aracını satan kişi ile yatırımcı arasında bir sözleşme ilişkisi de varsa SPKn m. 10 ve 32’de yer alan kanundan doğan sorumluluk ile TBK m. 112 vd.’da bulunan sözleşmeden doğan sorumluluk hükümlerinin yarışma halinde olduğuna yönelik bu görüş için bkz. Kara (Sorumluluk), s. 166-167; İslamoğlu, s. 57; eSPKn döneminde savunulan benzer bir görüş için bkz. Ayoğlu (İzahname), s. 649.

hiçbir kusurun yüklenemeyeceğini ispat etmedikçe ilgilinin sorumlu olacağı TBK m. 112 yanında alternatif sorumlular öngörerek yatırımcıya ek koruma sağlamaktır.¹¹⁸⁵ Sebeplerin yarışması halinde kural olarak hakim, TBK m. 60 uyarınca kanunda aksi öngörülmedikçe ve aksi davacı tarafından talep edilmedikçe, davacının en çok lehine olan sorumluluk hükümlerini uygulamalıdır.¹¹⁸⁶ Ancak SPKn m. 10'da düzenlenen ihraççının, izahnameden doğan kusursuz sorumluluğu ile genel hükümlerdeki TBK m. 112 vd. hükümlerinin yarışma halinde olduğunu söylemek kanaatimizce doğru olmaz. Nitekim Yargıtay uygulamalarında kabul edilen özel hükmün, genel hükme nazaran öncelikle uygulanması ve taleplerin yarışabilmesi için iki talebin hukuki dayanağı olan sorumluluk hükümleri arasında özel-genel kanun ilişkisinin bulunmaması gerektiği, bu çalışma kapsamında önem arz etmektedir.¹¹⁸⁷ Dolayısıyla izahnameden doğan bir zarar söz konusu olduğunda taleplerin yarışması söz konusu olmayıp öncelikle SPKn m. 10; diğer kamuyu aydınlatma belgeleri için SPKn m. 32 uygulama alanı bulacaktır. Buna ek olarak izahname için SPKn m. 10'da hüküm bulunmayan hallerde yine SPKn m. 32 hükmü uygulama alanı bulacaktır, ancak bu aşamadan sonra TBK'nın hükümlerinden yararlanılabilir.

¹¹⁸⁵ İzahname sorumluluğunun öngörülmesinin esas nedeninin, genel hükümlerde sağlanan korumaya ek bir korunma getirilmesi ve yatırımcının kanundan doğan sorumluluk (izahname sorumluluğu) ile genel hükümlerdeki sorumluluğa (sözleşmesel sorumluluk) dayanan taleplerin yarışması yoluyla korunmasını sağlamak olduğuna yönelik eSPKn döneminde savunulan ancak kanaatimizce bugün de geçerliliğini koruyan görüşün ayrıntıları için bkz. Ayoğlu (Halka Arz), s. 152.

¹¹⁸⁶ Oğuzman/ Öz (Cilt II), s. 292, no. 826.

¹¹⁸⁷ Bkz. Yargıtay İBK, 04.06.1958 tarih ve 15/6 sayılı İçtihadı Birleştirme Kararı [*“Bir hadisede kanunun iki hükmünün dahi tatbiki mümkün bulunan hüllere hukuk dilinde (hakların telahuku) denilmektedir. Böyle bir halin kabulü için tatbiki mümkün görünen hükümlerden birisinin diğerine göre hususi hüküm mahiyetinde bulunmaması şarttır. Çünkü umumi hükümle hususi hüküm karşılaştığı zaman, hadiseye ancak hususi hükmün tatbik olunabilmesi, hukukun umumi kaidelerindedir”*], (<<https://legalbank.net/belge/y-ibgk-e-1958-15-k-1958-6-t-04-06-1958-vekilsiz-igoren/174619/>>), Erişim Tarihi: 21.04.2019); Turan, s. 216.

bbb. İkinci Derecede Sorumlular Açısından

İzahnamedeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından dolayı ikinci derecede sorumluluğu bulunanlar, SPKn m. 10 uyarınca halka arz edenler, lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleridir.¹¹⁸⁸ Ancak bu maddede sayılan kişilerin hangi esaslara göre sorumlu olacakları hükümden anlaşılmamaktadır ve bu husus tartışmalara sebep olmuştur. İzahnameden dolayı ikinci derece sorumlu olanların sorumluluklarının haksız fiile dayandırılmayacağı; ancak haksız fiil hükümlerinin de kıyasen uygulanması gerektiği görüşü doktrinde ileri sürülmüştür.¹¹⁸⁹ Benzer doğrultuda, başka bir görüşe göre, zararın yanı sıra kusur ve nedensellik bağının ispatını yatırımcı üzerinde bırakacağı için haksız fiil sorumluluğunun kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk için geçerli olmayacağı ileri sürülmüştür.¹¹⁹⁰

Nitekim haksız fiil sorumluluğunda, zarar gören ile zarar veren arasında hiçbir hukuki ilişkinin olmaması ve bu ilişkinin tamamen tesadüfi olması, izahname sorumluluğu açısından geçerli görünmemektedir. Her ne kadar halka arz aşamasında aralarında sözleşme ilişkisi bulunmasa da taraflar arasında tesadüfi ilişkinin ötesinde, sözleşmesel sorumluluk ile haksız fiil sorumluluğu arasında kalan alanda geçerli sayılabilecek ve kanunun da kendisine sonuç bağladığı bir ilişki mevcuttur. Bu ilişkiyi açıklamak için TBK’da açıkça belirtilen borcun kaynaklarının dışına çıkmak gerekmekte ve belirli borç ilişkilerinin kanunen öngörüldüğü, sorumluluk sebebinin bir kanun

¹¹⁸⁸ Her bir sorumluya ilişkin ayrıntılı açıklama için bkz. aşa. Tazminat Davasının Tarafları olarak “Davalı” başlığı altındaki açıklamalar.

¹¹⁸⁹ İnceoğlu, s. 133; benzer görüş için bkz. Ayoğlu (Halka Arz), s. 648; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 124.

¹¹⁹⁰ Ayoğlu (İzahname), s. 648.

hükümünün ihlal edilmesi olduğu farklı bir borç ilişkisine ihtiyaç duyulmaktadır. Diğer taraftan izahnameden doğan sorumluluğu, haksız fiil sorumluluğu olarak nitelendirmek, yatırımcıyı SPKn m. 32/4'te yer alan karineden mahrum bırakmak anlamına gelebileceğinden sermaye piyasası hukukunun temel ilkelerinden olan yatırımcının korunması ilkesine oldukça ters düşmektedir. İkinci derecede sorumlu olanlar açısından haksız fiil sorumluluğunun izahname sorumluluğunu tek başına açıklamadığı ortadadır. Öncelikle yatırımcının, sorumluların kusurunu ve nedensellik bağıını ispatlamak zorunda kalacağı haksız fiil hükümleri, yatırımcının korunması ilkesine ters düşmektedir.¹¹⁹¹ Dolayısıyla ikinci derecedeki tüm sorumluların kamuyu aydınlatma belgelerinden kaynaklanan sorumluluğu, kusura dayanan, özel mevzuatına göre “özen borcu ile desteklenen” ve kanundan kaynaklanan bir sorumluluktur.¹¹⁹²

Sorumlulardan özellikle eSPKn'da da ikinci derecede sorumluluğu ayrıca ve açıkça düzenlenen aracı kurumların sorumluluklarının incelenmesinde yarar vardır.¹¹⁹³ Aracı kurum ile ihraççı arasında yapılan sözleşmenin türüne göre aracı kurumun sorumluluğu ve bu sorumluluğun hukuki niteliği belirlenmelidir.¹¹⁹⁴ İzahname kapsamında SPKn m. 10 uyarınca lider aracı kurum ayrıca sorumlu olarak düzenlendiği

¹¹⁹¹ Ayoğlu (İzahname), s. 648; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 124; Üçışık/Çelik, s. 206.

¹¹⁹² Turan, s. 211. Aracı kurumun sorumluluğunun bu niteliği doktrinde eleştirilmiş ve yatırımcının korunmasının sağlanması açısından yetersiz bulunmuştur, bkz. Ayoğlu (İzahname), s. 644. İkinci derecedeki tüm sorumluların, haksız fiil hükümlerinin kıyasen uygulanabildiği kanundan doğan bir sorumluluklarının bulunduğu yönelik olarak bkz. Üçışık/Çelik, s. 206.

¹¹⁹³ Aracı kurumların sorumluluklarının ayrıntıları için bkz. aşağı. Tazminat davasının sorumluları olarak “Lider Aracı Kurum” başlığı altındaki açıklamalar.

¹¹⁹⁴ Aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğine ilişkin olarak doktrinde birçok görüş bulunmakla beraber öncelikle Tekinalp, aracılık faaliyetinin türü ne olursa olsun, aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğinin satış komisyonculuğu olduğunu ileri sürmektedir, (Esaslar), s. 92 vd.; diğer taraftan Ünal, tamamını yüklenim aracılığının satış sözleşmesi, bakiyeyi yüklenim aracılığında da üçüncü kişinin eylemini taahhüt niteliğinde olduğunu düşünmektedir, (Aracı Kurumlar), s. 76. Nitekim eSPKn m. 31/a'da benimsenen aracılık faaliyetlerine esas teşkil eden ayırım da işleme taraf olanlara göre yapılan ayırımdır, Manavgat, Ç.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, BTHAE, Ankara 1991, s. 66.

için halka arza aracılıkta, aracılık faaliyetinin türüne göre aracı kurumların sorumluluğu incelenmelidir.¹¹⁹⁵ İzahnameden doğan sorumluluğun, halka arza aracılıkta özellikle yatırımcılarla aralarında sözleşme ilişkisi olmayan en iyi gayret ve bakiyeyi yüklenim aracısı bakımından *culpa in contrahendo* ile açıklanamayacağı savunulmaktadır.¹¹⁹⁶

Öncelikle, aracı kurumun ihraççı adına ve hesabına hareket ettiği en iyi gayret aracılığında, ihraççı ile arasındaki ilişki dolayısıyla yatırımcı karşısında doğrudan temsilci gibi sorumlu olması söz konusudur. İkinci olasılıkta kendi adına ancak ihraççının hesabına hareket ettiği hallerde, ihraççı ile arasında var olan komisyon ilişkisi sonucunda yatırımcı karşısında dolaylı temsilci gibi sorumlu olacaktır.

Son ihtimalde ise aracı kurum, kendi adına ve hesabına hareket ettiği bakiyeyi veya tümünü yüklenim aracılığında, yatırımcı karşısında satıcı gibi sorumlu olacaktır. Tümünü yüklenim aracılığında aracı kurumun sorumluluğunun, yatırımcının zararın meydana geldiği zamana göre sözleşme öncesi veya sözleşmesel sorumluluk olduğu söylenebilir.¹¹⁹⁷ Bu hukuki ilişkilerden yola çıkarak ihraççı ile aracı kurum arasında kusurun paylaşılması veya buna dayanarak sorumlunun belirlenmesi mümkün olabilir. Ayrıca uygulamada sıklıkla karşılaşılan ve ihraççı ile aracı kurum arasında yapılan aracılık sözleşmesinde yer alan, izahnamedeki bilgilerin doğruluğundan sadece ihraççının sorumlu olacağına dair hüküm, yatırımcıya karşı ileri sürülemez.¹¹⁹⁸

¹¹⁹⁵ Ayoğlu, bu hususu ayrıntılı bir şekilde tartıştığı çalışmasında, en iyi gayret aracılığını sui generis bir iş görme sözleşmesi; bakiyeyi ve tümünü yüklenim sözleşmesini, vekalet ve satış sözleşmelerinden oluşan sui generis bir sözleşme olarak değerlendirmektedir, bkz. (Halka Arz), s. 241 vd.

¹¹⁹⁶ Ayoğlu (Halka Arz), s. 150-151.

¹¹⁹⁷ Ünal (Aracı Kurumlar), s. 75.

¹¹⁹⁸ İnceoğlu, s. 137.

SPKn m. 10'da yer alan izahnameden ikinci derecede sorumluluğun müteselsil sorumluluk olup olmadığı maddede düzenlenmediği için bu durumda SPKn m. 32 hükmüne bakmak gerekir ve buna göre birden fazla sorumlu arasında müteselsil borçluluk bulunmaktadır. SPKn m. 32/1'de, SPKn m. 10'a yapılan açık atıf gereği izahnameden ikinci derecede sorumlu olanlar arasında da müteselsil borçluluk olduğu kabul edilmelidir.¹¹⁹⁹ İzahname anlamında ikinci derecede sorumlu olanlar için TBK m. 61, TTK m. 557/1 ve SPKn m. 32/1 hep birlikte göz önüne alındığında “kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde” sorumlu olma hali, farklılaştırılmış teselsülü ifade etmektedir.¹²⁰⁰ SPKn m. 10 uyarınca farklılaştırılmış teselsüle TBK m. 51 ve 52'de yer alan tazminat tutarındaki indirim sebeplerinin uygulanması da söz konusudur.¹²⁰¹ Yani izahnameden ikinci derecede sorumlu olanlar, müteselsil sorumluluğun aksine dış ilişkide bireysel sebeplerini ileri sürerek zararın sorumlu oldukları miktarında indirim isteyebilirler. Burada yatırımcı, zararının tamamı için izahnameden ikinci derecede sorumlu olanların tamamını aynı anda dava edebilme hakkına sahiptir. Farklılaştırılmış teselsül sorumluların iç ilişkideki rücuyla değil dış ilişkideki sorumluluklarına ilişkin bir düzenleme getirmektedir, dolayısıyla burada herkes kusur derecesi dikkate alınarak sorumlu tutulur.¹²⁰²

¹¹⁹⁹ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 126.

¹²⁰⁰ Kara (Sorumluluk), s. 158; Özkorkut, s. 181; Manavgat (Halka Arz), s. 235; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 124; Urkan, s. 287. Bu sorumluluğun niteliğinin belirlenmesinde SPKn ile TTK arasındaki uyum, kanun koyucu tarafından da dikkate alınmıştır, bkz. SPKn m. 10 gerekçesi.

¹²⁰¹ Çatakoğlu, s. 128, dn. 53; Üçışık/Çelik, s. 519 ve 522; Kendigelen, s. 465.

¹²⁰² Üçışık/Çelik, s. 520.

İzahnameden doğan sorumlulukta ihraççı, birinci derecede kusursuz sorumlu; garantör ikinci dereceden kusura dayanmayan sözleşmesel sorumlu;¹²⁰³ diğer sorumlular (halka arz edenler, lider aracı kurum ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri) ise ikinci derecede kusurlarıyla sorumludurlar. Sorumluluğunda kusur unsurunun aranmaması dışında garantörün sözleşmesel sorumluluğunda bir fark bulunmamakta ve ikinci derecede sorumlu olanların tümü durumun gereklerine göre farklılaştırılmış müteselsil sorumluluğa tabi olmaktadır.¹²⁰⁴ Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere rapor hazırlayan kişi veya kuruluşlar da raporlarıyla sınırlı olmak üzere kısmi sorumluluğa ve kusurları oranında kusur sorumluluğuna tabidirler. SPKn m. 10, 14, 32 ve 63 uyarınca yatırımcı ile sözleşmesel ilişki içerisinde olmayan bazı kişiler de kanundan doğan sorumluluk kapsamındadırlar.

bb. Diğer Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk

İzahname dışındaki diğer kamuyu aydınlatma belgeleri, ihraç belgesi, finansal raporlar ve denetim raporları gibi belgelerdir. Bunlardan ihraç belgesinden doğan sorumluluk açısından, SPKn m. 11/3 uyarınca ihraç belgesinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasından kaynaklanan zararlar sebebiyle sorumluluğa, SPKn m. 32 uygulanır. İhraç belgesi aracılığıyla ihraççı ile yatırımcı arasında bir sözleşme ilişkisi kurulmakta ya da bu amaçla sözleşme görüşmeleri yapılmaktadır. Dolayısıyla burada

¹²⁰³ Garantörün sorumluluğunun hukuki niteliği ve ayrıntılı bir değerlendirmesi için bkz. aşağı. Tazminat davasının davalısı olarak “Garantör” başlığı altındaki açıklamalar.

¹²⁰⁴ Adıgüzel, s. 37; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 120. Burada ihraççı ile bağımsız denetçinin iç ilişkilerinde, birinci derecede farklılaştırılmış teselsül hükümlerine göre sorumlu olacağına ilişkin görüş Urkan tarafından savunulmaktadır, bkz. s. 287. Nitekim halihazırda SPKn m. 32/2’de düzenlenen bağımsız denetçilerin sorumluluğunun SPKn m. 10/2’de tekrar yer almasının sebebi, SPKn m. 10’da sorumlular bakımından bir derecelendirme yapılması sebebiyle izahnamede yer alan veya onun eki niteliğindeki bağımsız denetim raporları dolayısıyla denetçinin, ihraççı ile birlikte müteselsilen sorumlu olmasıdır, s. 335.

haksız fiil sorumluluğunun esaslarının uygulanmayacağı açıktır, ve ihraç belgesi açısından sözleşmesel veya sözleşme öncesi sorumluluğun doğduğu ileri sürülebilir. Ancak SPKn m. 11'in lafzında tartışmaya yer bırakmayacak şekilde SPKn m. 32'nin uygulanacağı belirtildiği için de SPKn m. 32'de düzenlenen sorumluluğa ilişkin açıklamaların tamamı, ihraç belgesi için de geçerli olacaktır.

Diğer kamuyu aydınlatma belgeleri açısından özel mevzuatı çerçevesinde sorumluluk, genel olarak SPKn m. 32'ye tabidir.¹²⁰⁵ Diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden, ihraç belgesi dışındakiler açısından kamuya açıklama yapma yükümlülüğü bulunan kişiler ile yatırımcılar arasında bir sözleşme ilişkisinin kurulması söz konusu olmayacağından bu tür kamuyu aydınlatma belgelerinin yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içermesi halinde sözleşmesel veya sözleşme öncesi sorumluluk ortaya çıkmayacaktır. Bu durumda bir haksız fiil sorumluluğunun doğabileceği düşünülebilir; ancak bunun için de zarar gören ile haksız fiili yapan kişi arasında hiçbir ilişkinin bulunmaması gerekmektedir.

SPKn m. 14/2'de düzenlenen finansal raporlardan doğan sorumluluk uyarınca ihraççı ile kusuruna ve durumun gereklerine göre ihraççının yönetim kurulu üyeleri, finansal raporların, SPKı tarafından belirlenen düzenlemelere ve TMS'ye uygun olarak¹²⁰⁶ hazırlanmasından, gerçeğe uygunluğundan ve doğruluğundan sorumludur. İlgili hükümdeki '*kusuruna ve durumun gereklerine göre*' ifadesi sebebiyle, ihraççı

¹²⁰⁵ Bkz. Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 5/1'deki SPKn m. 32'ye yapılan açık atıf ve yetki talebine ilişkin bilgi formları açısından II-30.1 sayılı Tebliğ m. 14 uyarınca SPKn m. 32'ye yapılan atıf dolayısıyla bu belgelere SPKn m. 32'nin uygulanacağına şüphe yoktur. Borsada işlem görme duyurusu açısından BİST AŞ Faaliyet Yönetmeliği m. 15/2'de ve Pay Alım Teklifi Tebliği m. 7/5 ve 10/3 uyarınca özel sorumluluk hükümleri öngörülmüş olsa da buradaki sorumluluk genel olarak SPKn m. 32 ile paralel olup bu hükme tabidir.

¹²⁰⁶ Finansal Raporlama Tebliği m. 9 ve SPKn m. 14/2 uyarınca öngörülen sorumluluk sebeplerine, finansal raporların, TMS'ye uygun hazırlanmasını da eklemek gerekir, Özkorkut, s. 172.

kusursuz sorumlu, ihraççının yönetim kurulu üyeleri ise kendi aralarında farklılaştırılmış teselsül hükümleri uyarınca kusurlarıyla sorumlu olacaktır. Kanun koyucu bu sorumlulukta bir derecelendirme yapmamış olsa da¹²⁰⁷ iki farklı borçlunun aynı zarardan farklı sebeplerle sorumlu olması mümkün olduğundan SPKn m. 32'ye uygun olarak burada da ihraççı ile ihraççının yönetim kurulu üyeleri arasında aynı derecede sorumluluk bulunduğu kabul edilmelidir. SPKn m. 14/2'nin devamında raporları hazırlayan ortaklık yöneticilerinin de sorumluluk beyanı vermesinin gerekmesi sonucunda yöneticilerin de ihraççı ortaklık ve yönetim kurulu üyeleriyle birlikte müteselsilen sorumlu oldukları doktrinde bir görüş tarafından savunulmaktadır.¹²⁰⁸

SPKn m. 32'deki sorumluluk rejiminde dereceli sorumluluk sistemi benimsenmemiş, ancak kamuyu aydınlatma belgesinde imzası olan veya bu belgelere kendisi adına imza atılan kişiler müteselsilen sorumlu tutulmuştur. Burada SPKn m. 32/3 hükmündeki kusur karinesi dolayısıyla ve bir kanun hükmü gereğince sorumluluk öngörüldüğü için artık izahname dışındaki diğer tüm kamuyu aydınlatma belgeleri açısından kusura dayanan ve kanundan kaynaklanan sorumluluğun kabul edildiği açıktır.¹²⁰⁹

¹²⁰⁷ Diğer taraftan sorumluluğun derecesi ve niteliği hakkında hükmün açık bir düzenleme getirmediğine, ancak hükmün gerekçesine bakıldığında yönetim kurulu üyeleri açısından TTK m. 557'ye paralel bir düzenleme getirilmek istendiğine yönelik olarak bkz. Özkorkut, s. 162-163.

¹²⁰⁸ Bu görüşe göre her ne kadar SPKn m. 14'te açıkça sayılmasa veya madde gerekçesinde belirtilmese de, madde gerekçesindeki '*somut konular*' ve '*[TTK'daki] sorumluluk yaklaşımına paralellik*' ifadesi sebebiyle TTK m. 553 ve 557 uyarınca ihraççı ortaklığın tüm yöneticileri ve yönetim kurulu üyeleri, finansal tablolardan dolayı SPKn m. 14 uyarınca sorumludur, Özkorkut, s. 163. Bu durumda yöneticilerin de yönetim kurulu üyeleriyle birlikte farklılaştırılmış teselsül hükümlerine göre, ihraççı ile birlikte müteselsil sorumluluk esaslarına göre sorumlu oldukları görülebilir. Ancak SPKn m. 10, 14 ve 32'nin açık ifadesi karşısında bu görüşün savunulamayacağını düşünmekteyiz.

¹²⁰⁹ Manavgat (Halka Arz), s. 260; Adıgüzel, s. 120; Keskin, s. 112 ve 120-121. Ancak SPKn m. 32/1'ye göre ihraççılar ve kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanların sorumluluklarının kusursuz sorumluluk, bu belgelerin hazırlanmasında yer alan kişilerin sorumluluklarının kusur sorumluluğu olduğuna ilişkin görüş için bkz. Rüzgar, s. 863. Rüzgar aynı zamanda SPKn m. 32/3 hükmünde kusursuz sorumlulukta, sorumluların kurtuluş kanıtı getirme imkanının düzenlendiğini, bu imkanın da

SPKn m. 32/1’de düzenlenen müteselsil sorumlular arasında SPKn m. 10/1’de sayılan kişiler de bulunduğu için izahnameden ikinci derecede sorumlu olanlar arasında da müteselsil sorumluluğun olduğu sonucuna varılabilir.¹²¹⁰ SPKn m. 32’de yer alan sorumluluk dereceli olmayan ve açık hüküm dolayısıyla kanundan doğan müteselsil bir sorumluluktur. SPKn m. 32’ye nazaran SPKn m. 10’un özel hüküm niteliğinde olması, hukuki olarak sadece sorumluların dış ilişkideki sorumluluk paylaşımlarında kendisini göstermektedir; bunun dışında, SPKn m. 32/4, 5 ve 6 da izahname hakkında uygulama alanı bulacaktır.¹²¹¹

SPKn m. 32/2’de düzenlenen bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının hazırladıkları raporlardaki hukuka aykırı bilgilerden kaynaklanan sorumluluklarının hukuki niteliği kanaatimizce *culpa in contrahendo* sorumluluğunun da

bir anonim şirket yönetim kurulunun tamamının kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluktan etkilenmesini engellemek amacıyla hizmet ettiğini ve dolayısıyla SPKn m. 32 hükmünün, TTK m. 553/3’ün özel bir hali olduğunu düşünmektedir, s. 864.

¹²¹⁰ Manavgat (Halka Arz), s. 235.

¹²¹¹ Turan, s. 216; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 126; Memiş/ Turan, s. 79; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 43; Urkan, s. 331. Dolayısıyla SPKn m. 10’da hüküm bulunmayan hallerde nispeten genel hüküm niteliğindeki SPKn m. 32’ye gidilir. Ayrıca bkz. Urkan, s. 287-288. Başkasına ait taşınmazı haksız suretle kiraya verip gelir edinen kimseden bu kira bedellerinin alınması için hangi hükme dayanılması gerektiğine yönelik 04.06.1958 tarih ve 1958/15 Esas ve 1958/6 Karar sayılı İçtihadı Birleştirme Kararında, “Çünkü umumi hükümle hususi hüküm karşılaştığı zaman, hadiseye ancak hususi hükmün tatbik olunabilmesi, hukukun umumi kaidelerindedir.” denilmek suretiyle özel hükmün her daim genel hükmü bertaraf edeceği belirtilmiştir. Yargıtay’ın İBK’nın aksine, zaman zaman kanun koyucunun amacı, özel hüküm kapsamına giren konularda tamamlayıcı hüküm olarak genel hükmün uygulanması yönünde olabilir; özel hükmün her zaman genel hükmü bertaraf etmeyeceğine dair ayrıntılı bilgi için bkz. Çağa, T.: *Özel Hüküm Genel Hükmü Daima Bertaraf Eder Mi?*, TBB Dergisi 1991, S. 3, s. 371 ve 373. Kanun koyucunun amacının hükümde doğrudan açıklanmadığı veya bu yönde bir sonuca varılmadığı zaman kanun koyucunu bu özel hükümle güttüğü amaca bakılması gerekir. Eğer kanun koyucunun amacı doğrultusunda, genel hükmün tamamlayıcı olarak uygulanması özel hükümle güdülen amacı ortadan kaldıracaksa, özel hükmün tek başına uygulanması doğrudur denilebilir, Çağa, s. 374-375. Ancak SPKn m. 10 hükmü izahname konusunda özel düzenleme getirirken, SPKn m. 32 hükmünün yanı sıra uygulanması gereklidir; nitekim kanunkoyucu SPKn m. 32’deki bazı durumlar bazında izahname açısından özel bir düzenleme getirirken diğer durumlar için herhangi bir hüküm öngörmeyerek SPKn m. 32’nin tamamlayıcı olarak uygulanmasını öngörmüştür.

bir üst kavramı niteliğindeki güven sorumluluğudur.¹²¹² Güven sorumluluğu, kusura dayanan bir sorumluluk türü olup taraflar arasında herhangi bir hukuki ilişkinin bulunmasını gerektirmez, kanunda bu yönde bir hükmün bulunması yeterlidir.¹²¹³ Bir kişinin, özellikle mesleki konumu sebebiyle başkalarında oluşturduğu haklı beklentiler sonucunda, TMK m. 2'deki¹²¹⁴ dürüstlük kuralı ve koruma yükümlülükleri gereğince taraflar arasında güvene dayalı bir ilişki ortaya çıkmıştır.¹²¹⁵ Bu sorumluluğun türlerinden bilgi vermeden (veya açıklamadan) doğan sorumluluk, SPKn m. 32'deki bu kişilerin sorumluluklarının hukuki niteliğini daha iyi açıklamaktadır.

Bilgi vermeden doğan sorumlulukta bilgi veren kişi, bir sözleşmeden doğan yükümlülüğünü ifa etmek amacıyla bilgi vermekte ve sözleşmenin karşı tarafının bu bilgiyi aktardığı üçüncü kişi ise, bilgiyi kendi tasarruflarında kullanmaktadır.¹²¹⁶ Güven sorumluluğu, doktrindeki hakim görüş uyarınca hakimin hukuk yaratmasına dayandığı

¹²¹² Özçelik, N. Ş.: *Salt Malvarlığı Zararları ve Bu Zararların Tazmin Edilebilirliği*, Sorumluluk Hukuku Seminerleri (Baysal, B. (Ed.)), Oniki Levha, İstanbul 2016, s. 429; Urkan, s. 317; Demir, s. 90; Pulaşlı, H.: *Corporate Governance Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model*, BTHAE, Ankara 2003, s. 133. Güven sorumluluğunun, *culpa in contrahendo* sorumluluğunu kapsamadığına ve bu iki sorumluluk türü arasındaki ilişkiye yönelik olarak bkz. Oğuztürk, B.: *Güven Sorumluluğu*, Vedat, İstanbul 2008, s. 251-252.

¹²¹³ Durak, Y.: *Güven Sorumluluğu ve Culpa in Contrahendo*, Selçuk Üniversitesi HFD 2017, C. 25, S. 1, s. 241-242 ve 248; Kırca, Ç.: *Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk*, BTHAE, Ankara 2004, s. 187-189.

¹²¹⁴ 22.11.2001 tarihli ve 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu, 08.12.2001 tarihli ve 24607 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

¹²¹⁵ Kırca, s. 191-192 ve 195; Çağlayan Aksoy, P.: *Hukuka Aykırılık ve Ahlaka Aykırılık Unsurları Çerçevesinde Salt Malvarlığı Zararlarının Tazmini*, Ankara Üniversitesi 2015, Yayımlanmamış Doktora Tezi, s. 203; Oğuztürk, s. 94; Urkan, s. 316; Durak, s. 242 ve 244.

¹²¹⁶ Durak, s. 249 ve 277; Oğuztürk, s. 255-256. Ancak doktrinde bu durum, 'üçüncü kişiye aktarım' olarak da nitelendirilmiştir, Kırca, s. 7 ve 196.

için, sözleşmesel ve haksız fiil sorumluluğundan farklı bir sorumluluk türüdür ve edim yükümünden bağımsız borç ilişkisi teorisine dayanır.¹²¹⁷

Bağımsız denetim sözleşmesi üçüncü kişi yararına bir sözleşme olmasa da üçüncü kişiyi koruyucu etkili sözleşme çerçevesinde bağımsız denetim kuruluşlarının verdikleri bilgiler nedeniyle yatırımcılarda oluşan zararlar, saf malvarlığı zararı olarak nitelendirilmekte ve ilgili hüküm de koruma normu olarak kabul edilmektedir.¹²¹⁸ Saf malvarlığı zararları, bir kimsenin şahıs varlığı veya mülkiyeti dışında malvarlığında meydana gelen finansal kayıplardır.¹²¹⁹ Türk hukukunda ise kural olarak destekten yoksun kalma gibi istisnai haller dışında saf malvarlığı zararlarının tazminine yönelik bir hüküm bulunmamaktadır. Güven sorumluluğunun bir türü olarak bilgi vermeden doğan sorumlulukta meydana gelen saf malvarlığı zararlarının neye göre tazmin edilebileceği tartışmalı olsa da¹²²⁰ SPKn m. 63'ün açık düzenlemesi karşısında ortaya çıkan zararların bu maddeye göre tazmin edilmesinde tereddüt yoktur.¹²²¹

¹²¹⁷ Kırcı, s. 121-122; Durak, s. 256-257; İslamoğlu, s. 87. Güven sorumluluğunun unsurları, güven sağlama, hukuki işlem alanında bulunma, öngörülebilirlik ve özel bağlantıdır. Ancak bir görüşe göre, sözleşmesel sorumluluk hükümleri kıyasen uygulanmalıdır, Durak, s. 259.

¹²¹⁸ Kırcı, s. 21-23 ve 121; Urkan, s. 302, 304 ve 311; Çağlayan Aksoy, s. 177-178; Durak, s. 240; İslamoğlu, s. 87. Türk borçlar hukuku doktrininde ise bu zarar türü 'diğer zararlar' kavramının kapsamındadır, Urkan, s. 307.

¹²¹⁹ Çağlayan Aksoy, s. 9 ve 11, yazar salt malvarlığı zararı kavramının bu anlamda kullanılmasını daha doğru bulmaktadır. Saf malvarlığı zararının tanımı konusunda doktrinde bir görüş birliği bulunmadığına ilişkin olarak bkz. Urkan, s. 304-305.

¹²²⁰ İslamoğlu, s. 87-88. *Culpa in contrahendo* sorumluluğunda bile tazminat talebinin haksız fiil hükümlerine mi yoksa borca aykırılık hükümlerine mi dayandırılacağı borçlar hukuku doktrininde tartışmalıdır, Oğuzman/ Öz (Cilt I), s. 37-38, no. 133-134; Tandoğan (Özel Borç İlişkileri), s. 404; Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 1305-1306 ve 1309-1310. İsviçre Federal Mahkemesi önceleri, bu sorumluluğun borca aykırılığa tabi olacağını kabul etmişti, ancak daha sonra sözleşmesel sorumlulukta öngörülen zamanaşımının haksız fiil sorumluluğu zamanaşımına göre uzun olduğu ve bunu hakkaniyete aykırı olduğu gerekçesiyle görüş değiştirmiştir, karşı. Oğuzman/ Öz (Cilt I), s. 479, no. 1556. Ancak Türk hukukunda gerek doktrindeki baskın görüş gerek Yargıtay tarafından bu sorumluluğun sözleşmesel sorumluluk esasına dayandığı kabul edilmektedir ve kusuruyla bu ilişkideki yükümlülüklerini ihlal eden taraf, borca aykırı davranmış kabul edildiği için sözleşmesel sorumluluk esaslarına kıyasen sorumlu tutulacaktır, Oğuzman/ Öz (Cilt I), s. 480, no. 1557; Yalman, S.: Türk ve İsviçre Hukukunda Sözleşme Görüşmelerinden Doğan Sorumluluk, Seçkin, Ankara 2006,

Sonuç olarak kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun *ex lege* yani kanundan doğan sorumluluk olarak kabul edilmesi yerinde olacaktır ve bu sorumluluğun kural olarak SPKn m. 10/1 ve 32/3 uyarınca kusura dayanması sonucu kusur sorumluluğu grubuna girmesi sebebiyle SPKn'da hüküm bulunmayan hallerde bu sorumluluğa haksız fiil hükümlerinin kıyasen uygulanması gerekir.¹²²² Kanuni düzenlemeler yapmak suretiyle bazı sorumlular için kusursuz sorumluluk halinin öngörülmesi, nedensellik karinesinin kabulü, bazı sorumluların yatırımcı ile sözleşme ilişkisine hiç girmeksizin sorumlu tutulmaları, izahnameden doğan sorumlulukta dereceli sorumluluk sisteminin kabulü bu sorumluluğun, kanundan doğan sorumluluk olduğunu destekleyici hususlardır.¹²²³ İhraççının ikincil piyasalarda pay sahipleri tarafından yapılan halka arzlarında belgeleri kendisinin hazırlamadığı; ancak bu belgelere imza atmak

s. 83. Alman Federal Mahkemesi de sözleşme öncesi kusur sorumluluğuna sözleşmesel sorumluluğun kıyasen uygulanması gerektiği görüşündedir, Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 1310. Ayrıca TBK'da düzenlenen *culpa in contrahendo*'ya ilişkin özel hükümler, sözleşme hukuku alanında olduğu için bu görüş yerindedir, Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 1311. Dolayısıyla sözleşme görüşmesine başlayan taraflar arasında sözleşme benzeri güven ilişkisine dayanan hukuki bir ilişki meydana gelir ve bu ilişki gereği tarafların dürüstlük kuralları gereğince karşı tarafı aldatmama, açıklayıcı olma, yüksek düzeyde özenli olma ve koruma gibi bazı yükümlülükleri bulunmaktadır, Eren (Genel Hükümler), s. 1152; Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 1306 ve 1309; İnal, T.: Borca Aykırılık, Dönme ve Fesih, 6. Baskı, Seçkin, Ankara 2017, s. 139. Dolayısıyla *culpa in contrahendo*, kanundan doğan dürüstlük kuralına uymaya yönelik bir yükümlülüğün ihlalini teşkil ettiği için başlı başına bir borca aykırılık hali olarak kabul edilmiştir; ki bunun esasları da TBK m. 112 vd.'da düzenlenmiştir.

¹²²¹ Haksız fiil sorumluluğuna gidilmesi yatırımcının korunması ilkesine daha uygundur, Özçelik, s. 429; SPKn m. 32'de yatırımcı açısından bazı ispat kolaylıklarının sağlanması ve güven sorumluluğundaki güven unsurunun ispatının zorluğu sebebiyle yarışma halinde bulunan normlardan haksız fiil sorumluluğunun yatırımcılar için daha faydalı ve yeterli olduğuna yönelik bkz. Urkan, s. 318 ve 329. Ancak güven sorumluluğu ile diğer sorumluluk türlerinin yarışamayacağına ilişkin görüş için bkz. Oğuztürk, s. 265; karşı görüş için bkz. Kırca, s. 150 ve 214. Diğer taraftan, bilgi vermeden doğan sorumluluğun temelinde dürüstlük kuralının bulunması, TMK m. 2'nin bir koruma normu olarak görülmesi ve dolayısıyla tazminat taleplerinin de bir koruma normunun ihlal edilmesi sonucunda mümkün kılınmasının, borçlar hukuku doktrininde kabul edilen objektif hukuka aykırılık teorisine de uygun olacağı yönündeki görüş için bkz. Çağlayan Aksoy, s. 378 vd. 548.

¹²²² Kara (Sorumluluk), s. 166; Çatakoğlu (Sorumluluk), s. 127; İnceoğlu, s. 133; Turan, s. 207.

¹²²³ Kara (Sorumluluk), s. 166.

suretiyle bilgilerin doğruluğunu onayladığı için kanundan doğan sorumluluk anlayışı, yapılan bu halka arzlarda ihraççının da sorumluluğunu açıklamaktadır.¹²²⁴

c. Sorumluluğun Kapsamı

aa. İç İlişkide

SPKn m. 10'da izahnamede ihraççı için öngörülen kusursuz sorumluluk ve garantör için sözleşmesi gereği öngörülen kusura dayanmayan sorumluluk hükmü dışında diğer tüm sorumlular arasında farklılaştırılmış teselsül sorumluluğu ve SPKn m. 32'ye göre diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu olanlar arasında müteselsil sorumluluk olduğu açıktır. Müteselsil sorumlulukta borçlulardan hangisinin, zarar gören alacaklıya karşı ödenen tazminat bedelinden hangi oranda sorumlu tutulması gerektiği iç ilişki uyarınca belirlenecektir. Sorumluluk hukukunun genel ilkeleri uyarınca rücu ilişkisinde, kusur sorumluluğu, kusursuz sorumluluk veya sözleşmesel sorumluluk gibi çeşitli sebeplerle zarar görenin zararını kimin karşılamış olduğuna bakılmaz. Çeşitli sebeplerle aynı zarardan sorumlu olanlar arasındaki rücu ilişkisinde zarara, kural olarak kusuru olan sorumlu tarafından katlanılmalıdır.¹²²⁵ Dış ilişkide zarar görene kusursuz sorumlu olan bir kişi ödeme yapmış bile olsa, iç ilişkide ödemeyi yapan kusursuz sorumlu, kusur sorumlusuna veya sözleşmesel sorumluya rücu edebilir.¹²²⁶

SPKn m. 32/1 uyarınca birden fazla kişi, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden dolayı müteselsilen sorumludurlar. Bu hüküm uyarınca sorumluların beraber hareket etmesine gerek olmayıp kanun hükmü

¹²²⁴ Ayoğlu (Halka Arz), s. 152.

¹²²⁵ Narter, s. 37; Adıgüzel, s. 121-122.

¹²²⁶ Narter, s. 39.

uyarınca maddede sayılan kişiler arasında müteselsil sorumluluk kurulmuştur. TBK m. 167 uyarınca aksi kararlaştırılmadıkça veya müteselsil borçlular arasındaki ilişkinin niteliğinden anlaşılmadıkça borçlulardan her biri alacaklıya yapılan ifadan dolayı eşit miktarda sorumlu olurlar. Zarar görene ödenen tazminat miktarına göre TBK m. 62/1 uyarınca kusurlarının ağırlığı ve sebep olunan tehlikenin yoğunluğu dikkate alınarak tüm müteselsil sorumlular arasında iç ilişkide bir paylaşırma yapılır. Sonrasında ise zarar gören kişiye iç ilişkide kendisine düşen miktardan daha fazlasını ödeyen sorumlu, diğer sorumlulara karşı TBK m. 168/1 uyarınca rücu hakkına sahip olur ve zarar görenin haklarına da halef olur.

İlk derecede sorumlu olan ihraççı zararın tamamını zarar görene ödemiş olsa da kamuyu aydınlatma belgelerini kendisi hazırlamamış olabileceği için sonrasında diğer (derecedeki) sorumlulara rücu hakkına sahip olup olmadığına hakim karar verecektir. Ancak doktrindeki bir görüş, birinci derecede bulunan ihraççının ikinci dereceye rücu edemeyeceğini ifade etmektedir.¹²²⁷ Bu görüşe göre yönetim kurulu üyelerinin malvarlıkları zararı karşılamaya yetmeyebilir ve ihraççı sıfatıyla ortaklık, ikinci derecede sorumlulara zararı yükleyemeyeceği için zarar, dolaylı zarar olarak yine ortaklık üzerinde kalacaktır. Yine bu görüşe göre bu durumda aracı kurum, halka arz eden ve garantörün ikinci derecede sorumlu olmamaları; ihraççının kendilerine rücu edebilmeleri gerekirdi.¹²²⁸ Çoğunlukla ihraççı ortaklık ilk kez halka arzda bulunsa dahi kamuyu aydınlatma belgelerini yönetim kurulu üyeleri hazırlamış olacaktır ve ödeme ortaklığın malvarlığından yapılsa bile yatırımcı, dolaylı zarara uğrayacaktır. Ancak doktrinde ileri sürülen bu görüşe katılmamaktayız, çünkü bir kere yatırımcıya sermaye piyasası

¹²²⁷ Kara (Sorumluluk), s. 160 vd.

¹²²⁸ Kara (Sorumluluk), s. 160.

mevzuatına göre tazminat ödeyen bir sorumlu, başka bir hukuki ilişkisi sebebiyle diğer sorumlulara yöneldiğinde yine sermaye piyasası mevzuatının uygulanmasına gerek bulunmamaktadır. Dış ilişkide zararı tazmin eden sorumlu, diğer sorumlularla arasında bulunan hukuki ilişkiye yönelmeli ve buna göre rücü edebilmelidir. Örneğin böyle bir durumda özen yükümlülüklerini yerine getirmeyen yönetim kurulu üyeleri, TTK m. 553 kapsamında ortaklığa karşı sorumlu olduğu için, zarar gören yatırımcıya tazminat ödeyen ortaklık, kusuru bulunan yönetim kurulu üyelerine rücü edebilir.¹²²⁹ Kanaatimizce dış ilişkide yatırımcıya ödeme yapan sorumlunun, iç ilişkide farklı derecede bile bulursa bir başka sorumluya onun kusuru oranında rücü etmesine bu anlamda bir engel bulunmamaktadır.

bb. Dış İlişkide

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun, kanundan doğan sorumluluk olduğunu belirledikten sonra bu sorumluluğun özellikle dış ilişkideki kapsamının belirlenmesi gerekmektedir. Yatırımcıya ödenecek tazminatın miktarının belirlenmesi de bu hususa bağlıdır. SPKn m. 10'da garantör dışında izahnameden ikinci derecede sorumlu olan kişiler (halka arz edenler, lider aracı kurum ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri) arasında farklılaştırılmış teselsül ve SPKn m. 32 anlamında diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukta sorumlu tüm kişiler arasında kanundan doğan müteselsil sorumluluk bulunmaktadır.¹²³⁰ Müteselsil sorumlulukta, Türk hukukundaki hakim görüş olan borcun çokluğu görüşü uyarınca zarar görenin,

¹²²⁹ Hatta Kara burada tazminatın tümünün ortaklık tarafından yönetim kurulu üyelerine rücü edilmesi gerektiğine işaret etmektedir, (Sorumluluk), s. 154.

¹²³⁰ Turan, s. 215-216; Urkan, s. 286; Uçar, s. 111; eSPKn döneminde ise izahnameden ikinci derecede sorumlu olanlar arasında müteselsil sorumluluğun bulunup bulunmadığı açık olmadığından eBK m. 51'e dayanarak müteselsil sorumluluğun var olduğu belirtilmiştir, Ayoğlu (Halka Arz), s. 148.

sorumluların herbirine karşı ayrı ayrı yönelen ve birbiriyle yarışan birden çok alacak hakkı bulunduğu için her bir sorumludan zararın tamamını talep etme hakkı bulunmaktadır.¹²³¹ Ancak sorumlulardan herhangi biri zararın tamamını karşıladığında, yatırımcının aynı borç için diğer borçlulara başvurma olanağı kalmaz. İzahnamede ikinci derecede sorumlu olanlar gibi aralarında farklılaştırılmış müteselsil sorumluluk bulunan sorumlular, dış ilişkide yatırımcıya karşı zararın sadece kusurları oranında sorumlu oldukları kısmı ödemekle yükümlüdürler. Dolayısıyla dava edilen ve zararın tamamını tazminle yükümlü olan herhangi bir sorumlu, TBK m. 143/1 dolayısıyla kural olarak zararın başka sorumlulardan karşılanmasını talep edemez.¹²³²

İzahname için SPKn m. 10'da, diğer kamuyu aydınlatma belgelerinde geçerli olan müteselsil sorumluluktan farklı olarak getirilen dereceli bir sorumluluk sistemi, yatırımcının korunması açısından olumsuz bir durum yaratmaktadır.¹²³³ BGE, Biber Holding'e ilişkin bir davada, ikincil piyasalarda yatırımcının uğradığı zarar ile izahnamedeki hukuka aykırı bilgi arasında nedensellik bağının bulunmadığı gerekçesi ile davayı reddetmiştir.¹²³⁴ Mahkeme bu noktada izahnamedeki hukuka aykırılığın sadece birincil piyasalardaki satışlardan doğan zararlar için iddia edilebileceğini açıkça ortaya koymaktadır, ancak Türk hukuku açısından bu durum, farklı bir şekilde ve açıkça düzenlenmiştir. SPKn m. 10'da sayılanların, gerek birincil gerekse ikincil piyasalarda

¹²³¹ Eren (Genel Hükümler), s. 1225-1226; Arat, A.: *Müteselsil Borçlarda Alacaklı ile Borçlular Arasındaki İlişkinin Hüküm ve Sonuçları*, Selçuk Üniversitesi HFD 2018, C. 26, S. 2, s. 331; Akıntürk, T.: *Müteselsil Borçluluk*, AÜHF Yayınları, Ankara 1971, s. 70; Altay, S.: *Müteselsil Borçlunun Rücu Hakkının Doğumundan Önce Borçtan Kurtarılma Talebi*, MÜHF-HAD 2011, C. 17, S. 1-2, s. 393-394.

¹²³² Müteselsil borçluların sahip olduğu ve zarar gören davacıya karşı ileri sürebileceği çeşitli defiler için bkz. Eren (Genel Hükümler), s. 1230 vd.

¹²³³ Kara (Sorumluluk), s. 161; Manavgat (Halka Arz), s. 237.

¹²³⁴ BGE 131 III 306, E. 3.2.2., 9. November 2004, (<<http://www.servat.unibe.ch/dfr/bge/c3131306.html>>, Erişim Tarihi: 31.08.2019).

aynı şekilde sorumlu oldukları; ve TTK m. 549 uyarınca da ikincil piyasalarda izahname ile zarar arasında nedensellik bağının kurulamayacağına yönelik İsviçre hukukundaki gibi bir çıkarımda bulunulamayacağı unutulmamalıdır.¹²³⁵

ç. Sorumluluğun Koşulları

aa. Hukuka Aykırı Eylem

aaa. Bilginin Yanlış, Yanıltıcı veya Eksik Açıklanması

İnsanın, iradesinin bir sonucu olarak meydana gelen, yapma veya yapmamaya ilişkin hareket, işlem ve davranışlarına, eylem denilmektedir. Bu davranış, bir şeyi yapma, yapmama veya hukuk düzenince kendisine yüklenen bir ödevi yapmaktan kaçınma şeklinde kendini gösterebilir.¹²³⁶ Kişinin düşüncesini veya planını açığa vuran iradesini ortaya koyduğu her türlü davranış, bir eylemdir. Kişi bir eylemi gerçekleştirirken bir araç kullanabileceği için buradaki eylem, elektronik araçların, aletlerin veya hayvanların kullanılması şeklinde de meydana gelebilir.¹²³⁷

Hukuka aykırılık, yapılan veya yapılmasından kaçınılan eylemin objektif olarak bir hukuk kuralını ihlal etmesi anlamında gelmektedir. Nitekim bu unsura konumuz açısından baktığımızda SPKn m. 10/1 ve 32/1 uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilginin yanlış, yanıltıcı, eksik olması ya da söz konusu bilginin hiç açıklanmaması halinde, hukuka aykırılık meydana gelmektedir. Burada kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin gerçeği yansıtmaması veya SPKn m. 6'daki ilkelere aykırı olarak açıklanan bilgilerdeki tutarsızlık ve anlaşılma zorluğunun yanıltıcılık

¹²³⁵ Çatakoğlu (Sorumluluk), s. 126.

¹²³⁶ Eren (Genel Hükümler), s. 605-606; Tandoğan (Özel Borç İlişkileri), s. 18; Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 643.

¹²³⁷ Kılıçoğlu, s. 362.

düzeyine ulaşması durumunda hukuka aykırı eylem meydana gelmiş olmaktadır.¹²³⁸ Ayrıca TTK m. 549 uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasının yanı sıra hileli olması gibi başka türlü kanuna aykırılıkların bulunması halinde de sorumluluk doğacaktır.

Türk hukukundan farklı olarak ABD hukukunda ilgili düzenlemeye bakılacak olursa, Kural 10b-5(b)'nin ilk kısmında yanlış ve eksik açıklama arasında ayırım yapılmakta ve yanlış açıklama da yanlışlık ve yanıltıcılık olarak ikiye ayrılmaktadır. Genel olarak açıklanan bilgilerin gerçeğe aykırı olması halinde kamunun yanlış bilgilendirilmesi söz konusudur. Yanlış bilgi genellikle ortaklığın iç işleyişine, finansal ve hukuki durumuna ilişkin bilgidir ve bilginin doğruluğunun araştırılması yatırımcılar açısından pek mümkün olmadığı için ihraççının verdiği bu bilgi, piyasadaki tüm katılımcıları yanıltabilir.¹²³⁹ Diğer taraftan açıklanmaması gereken bilgilerin açıklanması; açıklanması gereken bilgilerin ise farklı anlaşılmaya mahal vermesi, kamuya yanıltıcı bilgiler sunulması anlamına gelebilecektir.¹²⁴⁰ Yanıltıcı bilgi, gerçeğe tamamen aykırı bilgi değildir, ancak okuyan kişiyi yanlış yönlendirme etkisi bulunduğu için genellikle yanıltıcı bilgiyi yorumlayanın uzmanlık düzeyine bağlı olarak yanıltıcılık etkisi değişir.¹²⁴¹ Bir bilgi, ihraççı ortaklığın dışındaki bir hususa ilişkinse, profesyonel müşteriler, bu bilginin doğruluğunu kontrol etme imkanına sahip olacaklardır ve bilgi yanlışsa piyasada fiyatlar etkilenmeyecektir.¹²⁴²

¹²³⁸ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 123.

¹²³⁹ Newman/ Herrmann/ Ritts, s. 580.

¹²⁴⁰ İnceoğlu, s. 134.

¹²⁴¹ Newman/ Herrmann/ Ritts, s. 580. Nitekim makul yatırımcı ölçüt alınarak bir bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunun belirlenebilmesi mümkündür, Veil (der verständiger Anleger), s. 171. Bu konuya ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. Kamuya yapılacak açıklamaların niteliğine ilişkin "Açık ve Anlaşılır Olma" başlığı altındaki açıklamalar.

¹²⁴² Newman/ Herrmann/ Ritts, s. 581-582. Yazarlara göre bunun sebebi, dışsal bilgilerin fiyatları etkileme gücü olmamasıdır; çünkü bu tür bilgilerin profesyonel yatırımcıyı kandırması söz konusu

Bilginin eksik olması ise, kamuyu aydınlatma belgelerinde açıklanması gereken bilgilerin hiç açıklanmaması veya açıklanan bilgilerin de tam olarak açıklanmaması anlamına gelmektedir. Yine de kamuyu aydınlatma belgesi bir bütün olarak değerlendirildiğinde (*total mix of information*) makul bir yatırımcı, gerçeğe uygun, doğru, tam ve eksiksiz bilgiye tereddütsüz bir şekilde ulaşabiliyorsa artık sorumluluk doğmayacaktır.¹²⁴³

İhraççının kamuya açıkladığı bilginin yanlış olması halinde bilginin gerçeğe hiçbir şekilde uygun olmadığı, davacı yatırımcı tarafından kanıtlanmalıdır. Kamuya yapılan açıklamanın eksik olması ise, belirli bilgilerin kamuya tam açıklanmamış olması veya yapılan açıklamada hiç yer almaması halinde söz konusu olur. Yatırımcının birinci eksikliği fark edebilmesi mümkün iken ikinci eksikliğin anlaşılması kolay olmayabilecektir. Diğer taraftan yanıltıcılık unsurunun kanıtlanmasında, bir bilginin esaslı olması ile beraber yanıltıcılığına ilişkin olarak profesyonel yatırımcının esas alınması gerektiği ABD hukukunda bazı davalarda belirtilmiştir. Buna göre, bilginin esaslılığı ve yanıltıcılığı profesyonel bir yatırımcı üzerindeki etkiye göre değişir; çünkü sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyen kişiler, profesyonel yatırımcılardır.¹²⁴⁴

değildir. Ayrıca profesyonel olmayan müşterilerin, bu tür bir yanlışlığı anlamasına gerek yoktur, çünkü onların piyasa fiyatları üzerinde herhangi bir etkileri bulunmamaktadır.

¹²⁴³ Manavgat (Halka Arz), s. 230-232. Yazar, ABD hukukunda bilgiye dayalı manipülasyon suçundaki yanıltıcılığın tespitine yarayan ‘*truth on the market*’ teorisindeki, bilgi bütün olarak ele alındığında yatırımcı daha önce açıklanan gerçek bilgiye sahipse, yanlış, yanıltıcı veya eksik açıklamadan dolayı sorumluluğun doğmayacağı anlayışının burada da uygulanabileceğini ileri sürmektedir, s. 231. Makul yatırımcıya ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. “Türk Hukukunda Korunan Yatırımcı Tipi” başlığı altındaki açıklamalar. Diğer taraftan ABD’deki bir bölge mahkemesi *Western Union* davasında, kamuya yapılan tüm açıklamalar ele alındığında, uyuşmazlık konusu kamuyu aydınlatma belgesinde yer almasa da ilgili gerçeğe yatırımcıların sahip olduğuna yönelik iddiasını kabul etmemiş ve *truth-on-the-market* teorisini reddetmiştir, bkz. *In re Western Union Securities Litigation*, 120 F.R.D. 629 (D.N.J.1988), s. 638.

¹²⁴⁴ Newman/ Herrman/ Ritts, s. 572. Ancak kamuya açıklanan bilgilerin hukuka aykırı olup olmadığı hususunun Türk hukuku açısından makul yatırımcı esas alınarak belirlenmesi gerektiği doktrinde ifade edilmiştir, Manavgat (Halka Arz), s. 232; Keskin, s. 113.

Hatta piyasa hilesi teorisinin benimsendiği davalarda makul yatırımcı kavramının sorumluluk doğurmaya elverişli olan bilgilerin esaslılığı ve yanlıcılığını belirleme konusunda uygun bir ölçüt olmadığı ileri sürülmüştür.¹²⁴⁵ Açıklanan bilginin yanlıcı olduğunun kanıtlanması, ancak o bilginin ortaklığın iç işleyişine ait bir bilgi olduğunun ve profesyonel yatırımcıların bu bilgiye inandığının kanıtlanması ile mümkündür.¹²⁴⁶

Bunun yanı sıra İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 25/3 uyarınca sadece özetteki bilgilerin yanlıcı, hatalı ve tutarsız olduğundan bahisle ilgili kişiler sorumlu tutulamaz; ancak aynı Tebliğ m. 13/11/b uyarınca özete ilave olarak, izahname ile birlikte okunduğunda özetin yanlıcı, hatalı veya tutarsız bilgiler içermesi halinde ilgililerin sorumlu olduğuna ilişkin uyarının yer alması gerekir. Söz konusu uyarı, özette yer almıyorsa, özetteki bilgilerin tek başına okunduğunda yanlıcı, hatalı veya tutarsız olmasından dolayı ilgililerin sorumluluğu gündeme gelebilir.¹²⁴⁷ Sonuç olarak kanaatimizce açıklamaların yanlış, yanlıcı veya eksik olduğunu belirlemek için kamuya yapılan açıklamaların tamamına (*total mix of information*) bakılması ve bilgiler bir bütün olarak değerlendirildiğinde, piyasada doğru ve gerçeğe uygun bilgiye ulaşılabiliyorsa (*truth-on-the-market*), söz konusu açıklamanın da gerçeğe uygun olduğunun kabul edilmesi gerekir.¹²⁴⁸

bbb. Hukuka Aykırılığın Esaslı Olması

Kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin yanlış, yanlıcı veya eksik olması durumunda hukuka aykırılık meydana gelse de ne tür yanlış ve eksikliklerin hukuka

¹²⁴⁵ Newman/ Herrman/ Ritts, s. 573.

¹²⁴⁶ Newman/ Herrman/ Ritts, s. 581 ve 583.

¹²⁴⁷ Kara (Sorumluluk), s. 162.

¹²⁴⁸ Manavgat (Teklif), s. 81; Keskin, s. 113; İslamoğlu, s. 61-62.

aykırılık oluşturacağı da önem arz etmektedir. Hangi bilgilerin esaslı nitelikte (*material*) olduğu, doktrinde, bilginin yatırımcı tipi uyarınca yanıltma ve yönlendirme gücüne ve sermaye piyasası aracının fiyatı üzerindeki etkisine göre belirlenmektedir. Bir bilginin yatırımcıları yanıltabilmesinin (yani yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasının) yanısıra o bilginin yatırımcıların sermaye piyasası aracının fiyatına ilişkin değerlendirmesini de etkileyebilecek kadar esaslı bir bilgi olması gerekmektedir.¹²⁴⁹ Esaslı bilgi, makul bir yatırımcının yatırım kararı verirken, ancak yatırım yapmadan önce değerlendirebileceği kadar önemli bir bilgidir.¹²⁵⁰

Kamuya yapılan açıklamada isim veya rakamın yanlış yazılması gibi bazı küçük maddi hataların yapılmış olması ve bu hataların belgenin tamamına bakılınca anlaşılabilir olması halinde şekli bir hata meydana gelmiştir.¹²⁵¹ Önemli olmayan bu şekli hatanın, söz konusu kamuyu aydınlatma belgesi bir bütün olarak değerlendirildiğinde yatırımcının yatırım kararını etkilemeyeceği, zarara yol açmayacağı ve sonuç olarak da sorumluluğun doğmayacağı açıktır. Diğer taraftan gerçeğe aykırı yapılan veya hiç yapılmayan açıklamanın somut olay bazında değerlendirilerek bu durumun makul bir yatırımcının yatırım kararı üzerindeki etkisine bakılmalıdır. Ancak bu belirlemenin yapılabilmesi için kamuyu aydınlatma belgesindeki bilgilerin bir bütün olarak değerlendirilmesi gerekir. Ancak hangi bilginin esaslı olduğunun ve esaslı

¹²⁴⁹ Spindler, s. 1195; Simmonds, A. R./ Sagat, K. A./ Ronen, J.: *Dealing With Anomalies, Confusion and Contradiction in Fraud on the Market Securities Class Actions*, Kentucky L. Journal 1992-93, V. 81, s. 125; Manavgat (Teklif), s. 80-81; Urkan, s. 339; Kütükçü (Sorumluluk), s. 41; Demir, s. 40; Uçar, s. 122.

¹²⁵⁰ Bilginin esaslı olup olmadığı belirlenirken ABD hukukunda nesnel ve öznel ölçütler bu şekilde bir arada kullanılmaktadır, Manavgat (Menfaat Şartı), s. 37. Bu unsur TTK m. 397 uyarınca anonim ortaklıklarda yapılacak denetimin TDS'na uygun olması gerekliliğinin yanı sıra dikkat edilmesi gereken 'önemlilik' ilkesi (*materiality*) ile aynı amaca hizmet etmektedir. Bu ilke, denetçinin, denetim faaliyeti sırasında finansal tabloların gerçeği yansıtmayı yansıtmadığı konusunda varacağı sonucu etkileyecek bilginin niteliğine atıf yapmaktadır, Urkan, s. 338.

¹²⁵¹ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 123; İslamoğlu, s. 61.

bilgilerin sınırlarının belirlenmesi; içsel bilgilerin kamuya açıklanmaksızın kullanılmasının önüne geçilmesi ve ticari sır niteliğindeki sırların kamuya açıklanmasının önlenmesi açısından oldukça gereklidir.¹²⁵² Bu noktada söz konusu kavramın anlamına ve gelişimine ilişkin karşılaştırmalı hukuktan yararlanarak başka hukuk sistemlerinde yapılan tartışmaları incelemek gerekmektedir.

Hangi bilgilerin esaslı nitelikte olduğu yatırımcı tipine göre ABD başta olmak üzere birçok hukuk sisteminde tartışma konusu olmuştur. ABD hukukunda ilk kez *Mills* davasında¹²⁵³ Yüksek Mahkeme bu kavramı ele almış ve genel kurulda pay sahiplerinin temsiline ilişkin bu davada esaslılık unsuruna ilişkin ‘olabilirlik’ (*might*) testini geliştirmiştir. Buna göre bir yatırım kararı verme aşamasında olan makul bir yatırımcının önemli olarak görebileceği (*might consider*) bir bilgi, esaslı bir bilgidir.

Esaslılık standardının çok düşük belirlenmesi, ihraççıların sorumluluktan kurtulmak için birçok bilgiyi kamuya açıklamalarına sebep olacağından yatırımcının karar vermesi güçleşecektir.¹²⁵⁴ Dolayısıyla bu standart, daha sonra 1976 tarihli *TSC Industries*¹²⁵⁵ davasında Yüksek Mahkeme tarafından, makul bir yatırımcının, yatırım kararı verirken büyük ihtimalle önemli olacağını düşündüğü (*would consider*) açıklanmamış bir bilginin, esaslı bir bilgi olduğu (*would testi*) şeklinde belirlenmiştir.¹²⁵⁶

Bilginin esaslılığı, vekaleten oy kullanmaya ilişkin yapılan çağrıyı konu olan bu davada

¹²⁵² Gürbüz Usluel, s. 199-200.

¹²⁵³ U. S. Supreme Court, *Mills v. Electric Autolite*, 396 U.S. 375 (1970), (<<https://casetext.com/case/mills-v-electric-auto-lite>>, Erişim Tarihi: 28.09.2018).

¹²⁵⁴ Klöhn, s. 232.

¹²⁵⁵ U. S. Supreme Court, *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* 426 U.S. 438 (1976), (<<https://casetext.com/case/tsc-industries-inc-v-northway-inc>>, Erişim Tarihi: 18.10.2016).

¹²⁵⁶ Benzer yöndeki bir karar için bkz. U. S. Court of Appeals, *Miller v. Thane Int., Inc.*, 615 F.3d 1095 (9th Cir. 2010), s. 1101-1102, (<<https://casetext.com/case/miller-v-thane-intern-inc>>, Erişim Tarihi: 03.10.2018).

tartışılmış ve mahkeme, kamuya açıklandığı takdirde, ulaşılabilir olan bilginin toplamını ciddi şekilde değiştirebilme ihtimali olan bilginin esaslı bilgi olduğunu belirtmiştir.¹²⁵⁷ Finansal tablolar, birleşmeler, pay alım tekliflerinin yapılması, halka açılma, bir davaya taraf olma vb. konular önemli nitelikte konulardır. SEC de bu davada mahkemenin yapmış olduğu tanımı, kamuyu aydınlatma belgelerinde bulunan bilgilerin niteliği için esas almaktadır.¹²⁵⁸

Esaslılık unsuru ayrıca 1988 tarihli *Basic* davasında da tartışılmış ve mahkeme, *TSC Industries* davasındaki esaslılığa ilişkin yorumu benimsemiştir. Davada bir ortaklıkla birleşme görüşmelerinin basına sızmasının ardından *Basic* ortaklığı yöneticilerinin üç kere, böyle bir şeyden haberleri olmadığı açıklamasını yapması üzerine bazı yatırımcılar düşük fiyattan paylarını satmışlardır. Ancak kısa bir süre sonra bu birleşmenin açıklanması ile söz konusu yatırımcılar *Basic* ortaklığına ve onun bazı yöneticilerine karşı bir sınıf davası açmışlardır. Bölge mahkemesinin ara kararında gerçeğe aykırı yapılan bu açıklamaların esaslı olmadığı belirtilmesi üzerine temyiz mahkemesine giden davada, davacı yatırımcılar açısından sınıfın var olduğu kabul edilmiştir (*class certification*). Temyiz mahkemesi, herhangi bir görüşmenin varlığının reddedilmesine ilişkin yapılan açıklamanın, aslında ilk etapta esaslı olmayan bu bilginin esaslı hale gelmesine sebep olduğu yorumunda bulunmuştur.¹²⁵⁹ Ancak Yüksek Mahkeme bu yorumu reddetmiş ve *TSC Industries* davasında belirlenen esaslılık standardını açıkça benimsemiştir. Bu doğrultuda birleşme görüşmelerinin ne zaman esaslı bir bilgi haline geleceğine ilişkin

¹²⁵⁷ TSC Industries Davası, s. 449.

¹²⁵⁸ Ancak SEC'in uygulamada aracı kurumlar tarafından sıklıkla kullanılan sorumsuzluk kaydını (*safe harbour clause*) kabul etmesi bile SEC'in önemli nitelikteki işlemlere ilişkin nesnel standartları benimsemediğini göstermektedir, Marcus, s. 45.

¹²⁵⁹ Basic Davası, s. 749.

olarak da başka bir davadan alıntı yapan mahkeme, olay bazında değerlendirme yapılması gerektiğini belirtmiştir.¹²⁶⁰ Dolayısıyla gerçeğe aykırı yapılan veya hiç yapılmayan bir açıklamanın, esaslı bir bilgi niteliğini haiz olabilmesi için makul bir yatırımcının o bilgiye yüklediği öneme bakmak gerekmektedir.

Esaslılığın belirlenmesi bağlamında diğer bir ölçüt olarak bilginin, sermaye piyasası aracının fiyatı üzerindeki etkisi, ABD ekonomi biliminde geliştirilen etkin piyasa teorisinde (*efficient market theory*) ele alınmıştır. Bu teorinin özellikle yarı güçlü piyasa modeli, bu modelin daha sonra hukuki önem kazanması ve hukuki olaylara uyarlanması üzerine mahkeme kararlarında yerini almıştır. Hukuk doktrininde piyasa hilesi teorisi (*fraud on-the-market theory*) olarak adlandırılan bu teoriye göre, bir ihraççı tarafından piyasaya yanlış bir bilginin açıklanması sonucunda bu bilgi, sermaye piyasasında fiyatı değiştirir; çünkü piyasadaki fiyatlar kamuya sunulan bütün bilgileri yansıtmaktadır.¹²⁶¹ Ancak bu teorinin uygulanması için bir bilginin fiyatlara ne kadar hızlı ve ne kadar sürede yansması gerektiği belirli olmasa da;¹²⁶² bu, bir sermaye piyasası aracının borsada işlem görüp görmediğine, o aracın piyasadaki uzmanlarca takip edilip edilmediğine ve bu aracın aktif olarak ticaretinin yapılıp yapılmadığına göre değişir.¹²⁶³

¹²⁶⁰ Bir ortaklığın hayatındaki en önemli olay birleşme ise, görüşmelerin en erken aşamalarında bile bu görüşmeler esaslı bilgi niteliğini kazanabilir; bkz. SEC v Geon Industries, Inc., 485 U.S. 224, 531 F.2d 39 (1976), s. 239; benzer görüş için bkz. Manavgat (Teklif), s. 81.

¹²⁶¹ Söz konusu piyasa modeli, yarı güçlü piyasa modeli olmakla birlikte burada kamuya açıklanan tüm bilgilerin fiyatlara yansıdığı kabul edilir, Fama, s. 415. Bu modelin, gerçekliğe o zamanlarda en çok yaklaşan model olduğuna yönelik olarak bkz. Fama, s. 416; Fischel, s. 911.

¹²⁶² Bu teoriden sonra geliştirilen MOME Kuramınının da temel eleştiri noktası bu husustur. MOME Kuramı ve etkin piyasa teorisinin eleştirisi için bkz. yuk. “Gönüllü ve Zorunlu Kamuyu Aydınlatma” başlığı altındaki açıklamalar.

¹²⁶³ Fischel, s. 912.

Bunun yanı sıra içsel bilginin küçük bir gruba açıklanması durumunda grubun boyutunun sorumlulukta esaslılığın belirlenmesi için önem arz edip etmediği tartışma konusudur.¹²⁶⁴ Her bilginin kamuya açıklanması ticari sırların da açıklamaya konu olması riski sebebiyle ortaklığın rekabet gücünün sınırlanması anlamına gelebilir. Ancak genel anlamda bir bilgi ne kadar yaygın ise o bilginin esaslı bilgi olması ihtimalinin o ölçüde azalmakta olduğu düşünülmektedir.¹²⁶⁵ Bir bilginin, makul bir yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek nitelikte olup olmadığı veya sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek bir önem taşıyıp taşımadığı şeklinde de bu ölçü belirlenebilir.¹²⁶⁶ Yapılacak açıklamaların yanlış, yanıltıcı veya eksik olup olmadığının ve açıklamanın niteliğinin belirlenmesinde bu yatırımcı tipinin esas alınması sorumluluğun kapsamını adil bir şekilde belirleyebilir.¹²⁶⁷

Doktrinde, yatırımcı tipine ve sermaye piyasası aracının değerine ilişkin bu iki durumu küll olarak değerlendirip bunların da dışında ayrıca bir varlık veya ilgili mali tablo kaleminde %10 ve üzerindeki bir oranda değişiklik yaratabilecek olan her türlü bilgiyi esaslı bilgi kabul eden farklı bir görüş de bulunmaktadır.¹²⁶⁸ Sonuç olarak genel kabul gören görüş uyarınca, bilinseydi kararının sonucunu etkilemeyecek bile olsa makul bir

¹²⁶⁴ Marcus, s. 38.

¹²⁶⁵ Fischel, s. 910.

¹²⁶⁶ İnceoğlu, s. 129-130. Bazı yazarlara göre profesyonel müşteriler, piyasada açıklanan yanlış bir bilginin esaslı bir bilgi olduğunu düşünüyorsa ve buna inanıyorsa, bu bilgi sermaye piyasası aracının fiyatını değiştirebilecek bir bilgidir, Newman/ Herrmann/ Ritts, s. 572; Dalley, s. 1101-1102. Ancak esaslılığın belirlenmesinde temel ölçütün profesyonel müşteri olması bu noktada eleştirilebilir. Makul yatırımcı tipinin bu kapsamda ele alınması daha uygundur. Yatırımcı tiplerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. “Yatırımcı Türleri” başlığı altındaki açıklamalar.

¹²⁶⁷ Manavgat (Halka Arz), s. 232.

¹²⁶⁸ Ünal (Mevzuat), s. 381; Akbulak/ Akbulak, s. 332. Ancak ABD hukukunda ortaklığın toplam gelirlerinde %5’lik bir fark oluşturan bilgilerin esaslı bilgi olduğu kabul edilmektedir, ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. ABD hukukundaki sorumluluğa ilişkin “Hukuka Aykırı Yapılan veya Hiç Yapılmayan Açıklamanın Esaslı Olması (*Materiality*)” başlığı altındaki açıklamalar.

yatırımcının¹²⁶⁹ yatırım kararını verirken değerlendirmeye alacağı derecede önemli olduğunu düşündüğü ve ayrıca sermaye piyasası aracının değerini etkileyen bilgi, esaslı bilgidir.¹²⁷⁰

bb. Kusur

aaa. Tanımı ve Derecesi

TBK’da tanımlanmayan bu unsur, sorumluluğun sübjektif unsuru olup bir kimse tarafından gerçekleştirilen ve hukuk düzenince kınanan bir davranıştır. Kural olarak bir kimsenin kusuru bulunduğu halde sorumlu tutulmasına kusurun olumlu etkisi denir; eğer ortada kusurlu bir davranış yoksa sorumluluk da doğmayacaktır ki buna kusurun olumsuz etkisi denilmektedir.¹²⁷¹ Bu koşul TBK m. 49’da kusurlu bir davranışla başkasına hukuka aykırı olarak zarar veren kimsenin bu zararı tazmin etmekle yükümlü olduğunun belirtilmesi ile ifadesini bulmuştur. SPKn m. 32’ye göre kamuyu aydınlatma belgelerinde hukuka aykırı bilgilerin kamuya açıklanmasından kaynaklanan sorumluluk, ihraççının izahnameden dolayı kusursuz sorumluluğu ve garantörün sorumluluğunun kusura dayanmaması istisna edilirse, kural olarak kusur sorumluluğudur.

İzahname açısından SPKn m. 10’da kusur derecesi anlamında herhangi bir düzeleme yok iken diğer kamuyu aydınlatma belgeleri açısından SPKn m. 32/3’te kusurun ağır veya hafif olması arasında bir ayırım yapılmıştır. SPKn m. 32/3 uyarınca “[k]amuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması

¹²⁶⁹ Makul yatırımcı kavramı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda. “Türk Hukukunda Korunan Yatırımcı Tipi” başlığı altındaki açıklamalar.

¹²⁷⁰ TSC Industries Davası, s. 445.

¹²⁷¹ Söz konusu ayırım ve ayrıntıları için bkz. Eren (Genel Hükümler), s. 512-513.

konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgi eksikliğini kast veya ağır ihmallerinden kaynaklanmadığını ispatlayan kişiler sorumlu olmaz.”

SPKn m. 32/3 hükmünde açıkça yer almayan bir ayırım olarak, ancak bu hükme nazaran izahname açısından özel bir düzenleme olan SPKn m. 10/1 hükmü dikkate alındığında ortaya çıkan sonuca göre, izahnameden dolayı ikinci derecede sorumlu olanlar ve SPKn m. 32/1’de sayılan kişiler, bilgisizlikleri hafif kusura dayandığı hallerde sorumlu olmayacaktır. SPKn m. 32/3’te bahsedilen sorumluluktan kurtulma imkanı olarak tanınan, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilginin gerçeğe aykırı olduğunu yani yanlış, yanıltıcı ve eksik olduğunu bilmediği ve bu bilgisizliğin hafif kusurdan kaynaklandığı durumu, sorumluların her birinin bilgiye hakimiyetini veya bilgisizliğini, diğerinin görev alanına giren bilgiyle sınırlı olarak yorumlamak gerekmektedir.¹²⁷² Kusursuzluğun veya hafif kusurun ispatlanması noktasında sorumlular aleyhine bir ispat yükü öngörülmüş, ancak ağır kusur ve kast anlamında aksi ispatlanabilir bir kusur karinesi getirilmiştir. Bu şekilde ayırım yapılması, birincil piyasalarda yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilendirmeden daha fazla zarar görecektir ve arz edenin kazançlı olması halinde sosyal zararın artması; ikincil piyasalarda ise bu durumun nispeten az görülmesi açısından makul karşılanabilir.¹²⁷³ Ancak zararın doğması noktasında herhangi bir fark oluşturmadığı düşünüldüğünde, yatırımcının etkin bir şekilde korunması amacına ters düştüğü için kusurun derecesi açısından bir ayırma gidilmesi doktrinde eleştirilmiştir.¹²⁷⁴

¹²⁷² Sorumlulardan birinin, kendi görev alanına girmeyen bir bilginin gerçeğe aykırı olması halinde, bu duruma ilişkin bilgisizliğinin hafif kusurdan kaynaklandığını ispatlaması halinde sorumluluk doğmayacaktır, Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 125-126.

¹²⁷³ Manavgat (Halka Arz), s. 233; Keskin, s. 121.

¹²⁷⁴ Manavgat (Halka Arz), s. 233; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 127.

bbb. Kusur Karinesi ve Kusursuzluğun İspatı

SPKn m. 32/3 uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olduğu durumlarda, “*bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgi eksikliğinin kast veya ağır ihmalden kaynaklanmadığını*” ispatlayanlar sorumlu olmayacaktır. SPKn m. 32/3 hükmü, izahnameye de uygulanan ve kamuyu aydınlatma belgeleri açısından genel hüküm niteliğinde olan bir hüküm olmakla birlikte, burada diğer kamuyu aydınlatma belgeleri açısından sorumluluktan kurtulmak için kusur esas alınmaktadır.¹²⁷⁵ Bu hüküm anlamındaki kusur, başka bir kimse tarafından verilen hukuka aykırı bilgilerin bu niteliğinin kast veya ağır ihmal ile bilinmemesidir. Kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk davasında SPKn m. 32 uyarınca kusura ilişkin ispat yükü davalının üzerinde bırakılmıştır; ancak zarar doğurucu olgunun yani maddi olayın ve zararın miktarının ispatı yükü tamamen davacı yatırımcının üzerindedir. Yine de yatırımcının korunması ilkesi ile düşünüldüğünde kusurlarının olmadığına yönelik ispat yükünün sorumlularda olması, pratik açıdan yatırımcının belgelere ulaşmasının ve teknik bilgileri yorumlamasının zorluğu veya imkansızlığı göz önüne alınca uygundur.¹²⁷⁶

2499 sayılı eSPKn döneminde kamuyu aydınlatma belgesindeki yanlışlık veya eksiklik dolayısıyla zarara uğradığını iddia eden yatırımcı, belgeleri imzalayanların gerekli özeni göstermediğini ve kusurlu olduğunu ve dahası zararının da aslında bu hukuka aykırılığın sonucu olduğunu ispatlaması gerekmektedir. Böyle bir sonuç da

¹²⁷⁵ Dolayısıyla genel hüküm niteliğinde olan SPKn m. 32/3'te sorumluluktan kurtulmak için kusurun esas alınmasının, izahname sorumluluğunun kusur sorumluluğu olduğunu desteklediğine yönelik olarak bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 234. Bu hükmün kaynağı Alman hukukundaki §8 et seq WpPG (eski §§21-23 WpPG) hükümleridir (Urkan, s. 360).

¹²⁷⁶ Çatakoğlu (Sorumluluk), s. 129; Memiş/ Turan, s. 79; Ayoğlu (Halka Arz), s. 148; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 42. Nitekim ispat yükünün davalıda olması ayrıca, hayatın olağan akışına ve hakkaniyete de uygundur, Ayoğlu (İzahname), s. 645. Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarındaki değişimlerin, hukuka aykırı açıklamalar sonucunda yaşandığının yatırımcı tarafından ispat edilmesi (fiyat nedenselliği) oldukça güçtür dolayısıyla SPKn m. 32/3'teki karine yerindedir, Adıgüzel, s. 37.

SPKn'nın öncelikli amacına ters düşmekteydi, ancak piyasa hilesi teorisinin benimsendiği ABD içtihat hukukunda bu durumda farklı bir uygulama bulunmaktaydı: Yatırımcının zarara uğraması halinde kamuyu aydınlatma belgesindeki hukuka aykırılık yatırımcı tarafından o anda bilinmese dahi “farazi güven” (*presumptive reliance*) gereğince davalının kusurunun yatırımcı tarafından ispatlanması aranmamaktaydı.¹²⁷⁷ Burada davalının, sorumluluktan kurtulmak için kamuya yapılan hukuka aykırı açıklamadan piyasa fiyatlarının etkilenmediğini; piyasada gerçek bilginin de bulunduğunu ve yatırımcıların bu bilgiye hakim olduğunu ispatlaması gerekmektedir.¹²⁷⁸

ABD uygulamasından farklı olarak SPKn m. 32/3 hükmünde yer alan, ispat yükü tersine çevrilmiş kusur karinesi uyarınca davalı, sorumluluktan kurtulmak için iki şartı aynı anda ispatlamalıdır: Bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunun kamuyu aydınlatma belgelerinin hazırlandığı aşamada bilinmemesi ve aynı zamanda bu bilgisizliğin kasıt veya ağır ihmalden kaynaklanmaması. Buradan anlaşılması gereken ise, anonim ortaklık yönetim kurulu üyelerinin özen borçları için kabul edilen tedbirli yönetici ölçütü doğrultusunda,¹²⁷⁹ kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu olanların açıklanan bilginin gerçeğe uygunluğunu kontrol ederken gerekli özeni göstermesi

¹²⁷⁷ Golding, s. 409; Khoo, s. 65.

¹²⁷⁸ Burada bahsedilen yatırımcılar, profesyonel yatırımcılardır ve bu yatırımcıların doğru bilgiyi ne şekilde öğrendikleri önem arz etmemektedir. Profesyonel yatırımcıların fiyatları etkileme gücü dolayısıyla gerçek bilgiye sahip olmaları halinde, kamuya açıklanan hukuka aykırı bilginin yatırımcıların zarar görmesine yol açtığı ileri sürülemez; çünkü fiyatlar doğru bilgiyi yansıtmaktadır. Ayırtılı bilgi için bkz. Newman/ Herrmann/ Ritts, s. 576-577.

¹²⁷⁹ 6762 sayılı eTTK'da yöneticilerin sorumluluklarına ilişkin var olan ve yöneticinin kendi kusursuzluğunu ispatladığı sistem terk edilerek 6102 sayılı TTK m. 553'te yeni bir sistem benimsenmiştir. Buna göre zarar gören davacı, yönetim kurulu üyesinin görevini veya yükümlülüğünü yerine getirirken özenli davranmadığı ispatlayarak sorumlu olduğunu ileri sürebilir. Davalı yönetici ise işadama kararı aldığını veya bu durumda kendisinden beklenen özeni yerine getirdiğini ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilir.

yükümlülüğüdür.¹²⁸⁰ İkinci koşulun ispatının aslında sorumlulardan bekenemeyeceğine; çünkü bilgisizliğin ispatının, *yokluğun ispatının imkansızlığına* ilişkin genel ispat kuralı ile çeliştiğine dair eleştiriler mevcuttur.¹²⁸¹ Ancak bu eleştiri her şartta doğru olmayabilir, çünkü kamuya hukuka aykırı bir açıklama yapıldığını hiçbir kusuru olmaksızın bilmediği halde, sonradan öğrenen bir kişinin, bu olguyu rahatlıkla kanıtlayabilmesi de mümkündür. Nitekim pratikte, sorumlunun kusursuzluğunu kanıtlaması sadece açılan bir davada kendisinden beklenebileceği için, davanın

¹²⁸⁰ Turan, s. 219. Buradaki özenin ölçütü, anonim ortaklıklardaki yöneticilerin göstermeleri gereken özene göre belirlenebilir. Yöneticilerin, önceki kanun döneminde eTTK m. 320 uyarınca göstermeleri gereken özenin derecesi eBK m. 528/2'ye yollama yapılarak belirlenmekteyken doktrindeki eleştiriler sonucunda artık TTK m. 369 uyarınca yönetim kurulu üyelerinin özen yükümlülüklerinin ölçüsü, 'tedbirli bir yönetici' olarak belirlenmiştir, Göktürk, K.: *Amerikan, Alman, İsviçre ve Türk Hukukunda İşadamları Kararı İlkesi*, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2011, C. 2, S. 2, s. 235-236. Kanun koyucu bu şekilde, özen borcuna objektif bir ölçüt getirmiştir, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), TBMM Dönem 23, Yasama Yılı: 2, S. Sayısı: 96, 369(1) Madde Gerekeşi, para. 3, s. 170; Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, s. 657; Akdağ Güney, N.: Anonim Şirket Yönetim Kurulu, 2. Baskı, İstanbul 2016, s. 188; Kendigelen, s. 260; Pulaşlı (Şerh), s. 1155, para. 694; Hacımahmutoğlu, S.: *Anonim Ortaklığın Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Yükümlülüğü: Fonksiyonel Bir Yaklaşım*, BATİDER 2015, C. XXXI, S. 3, s. 26 ve 29; Yaşar, T. N.: Şirketler Hukuku Açısından "Compliance" Kavramı ve Borsaya Kayıtlı Şirketlerde Uygulaması, Ankara Üniversitesi 2018, Yayınlanmamış Doktora Tezi, s. 250. Bu hükmün getirdiği ölçüte göre Tekinalp iki unsur öngörmektedir (Tekinalp (Sermaye Ortaklıkları), s. 279-280, para. 12-118): İlk olarak kişi öncelikle yönetici olacaktır ve bu yönetici, kanunun aradığı bir uzman değildir; uzmanlarla birlikte çalışma yetisine sahip olacak bir yöneticidir. Nitekim bu yönetici, karar alınmasından veya gerekli belgelerin hazırlanmasından önce konu hakkında yeterli bilgi sahibi olması, belgelerdeki bilgilerin doğruluğunun ve gerçeğe uygunluğunun kontrol etmesi, o yöneticinin özenli davrandığının göstergesidir (ayrıntılı bilgi için bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, s. 657 vd.; Hacımahmutoğlu (Özen Yükümlülüğü), s. 32; Yaşar, s. 251). İkinci olarak bu yönetici tedbirli olacaktır ki buradaki tedbir, herhangi bir yöneticinin özeni değil aynı iş kolunda ve aynı şartlarda çalışan ortalama yöneticilerin göstereceği tedbirdir (Göktürk (İşadamları Kararı), s. 236; Pulaşlı (Şerh), s. 1156, para. 697 ve dn. 1430). Buradaki tedbirli sıfatının, hiç risk almayan bir yöneticiyi işaret ettiğini, ancak maddedeki amaç itibarıyla 'tedbirli ve işbilir yönetici' denilmek suretiyle yönetim kurulu üyelerinin belirli ölçüde risk alabilmesine vurgu yapılması gerektiğine yönelik görüş için bkz. Moroğlu, s. 175-176. Ancak somut olay koşulları çerçevesinde bu özen ölçütünün ve dolayısıyla tedbirli yönetici kavramının değişebileceği kabul edilmelidir, bkz. Hacımahmutoğlu (Özen Yükümlülüğü), s. 30-31; Yaşar, s. 250. Somut olayın koşullarının, ölçütün belirlenmesinde dikkate alınması, bu ölçütün subjektifleştirilmesi anlamına gelmemektedir (bu ölçütün subjektifleştirilmesi gerektiğine ilişkin karşı görüş için bkz. Tekinalp (Sermaye Ortaklıkları), s. 279-280, para. 12-118). Nitekim yönetimle görevli kişinin kişisel özellikleri, yapılan işin özellikleri, işletme konusu, piyasa koşulları gibi unsurların da gözönüne alınarak bu ölçütün belirlenmesi gerekir, bkz. Manavgat (Yükümlülükler), s. 44; Hacımahmutoğlu (Özen Yükümlülüğü), s. 26; Akdağ Güney, s. 196. Bu sebeple halka açık anonim ortaklık yönetim kurulu üyelerinin özen borcunun, aile tipi anonim ortaklık yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu özen borcundan daha ağır olması gerektiğine yönelik görüş için bkz. Pulaşlı (Şerh), s. 1156, para. 698.

¹²⁸¹ Turan, s. 219; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 42.

açılmasıyla da bir kişinin bilgisizliğine ilişkin herhangi bir ‘yokluk’ durumu söz konusu olmayacaktır. İyiniyetli bir kişi, ilgili gerçeğe aykırılığı, davanın açılmasıyla sonradan öğrenmiş olacak ve sonrasında kendisine yöneltilen iddiaların haklılığını tespit için hukuka aykırılığı öğrenmek adına attığı adımları veya yaptığı araştırmaları dava esnasında kanıtlayabilecektir. Diğer taraftan bilgisizliğin hafif ihmalden kaynaklandığının ispat edilmesi, davalının sorumluluktan kurtulması için yeterli olacaktır.

Kusur karinesi uyarınca kişi, örneğin yönetim kurulu üyesi olması gereği konumu veya muhasebe uzmanı olması gereği görevi itibariyle kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunu biliyorsa veya bilmesi gerekiyorsa sorumluluktan kurtulamaz.¹²⁸² Diğer taraftan yönetim kurulu üyesinin yetki veya görev devri yapması halinde devredilen yetki veya görevden doğan sorumluluk da devredilen kişiye geçeceğinden, artık yönetim kurulu üyesi sorumlu olmayacaktır. Bu durumda ise yetki veya görev devri yapan yönetim kurulu üyesinin, kamuyu aydınlatma belgesindeki hukuka aykırılığı bildiği veya bilmesi gerektiği söylenemez. Dolayısıyla burada, sorumluluktan kurtulma şartındaki ‘*bilgisizliği*’, diğer sorumlu kişilerin görev alanlarıyla sınırlı olarak bir kişinin bilgiden hafif kusuru ile haberdar olmaması şeklinde kabul etmek gerekir.¹²⁸³

Doktrindeki bir görüşe göre bu hüküm kapsamına aslında 2499 sayılı eSPKn döneminde kusursuz sorumlu olduğu belirtilen ihraççılar da dahildir ve ihraççılara yeni kanun döneminde bu fıkradaki gibi bir kurtuluş yolunun açılması, eski kanun döneminde

¹²⁸² Kara (Sorumluluk), s. 152; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 122.

¹²⁸³ Manavgat (Halka Arz), s. 235.

doktrinde yapılan eleştiriler dolayısıyla oldukça iyi bir gelişmedir.¹²⁸⁴ Ancak diğer bir görüşe göre buradaki kurtuluş kanıtı getirme imkanı ihraççıyı kapsamamaktadır, çünkü ihraççının sorumluluğu kusursuz sorumluluktur.¹²⁸⁵

Ayrıksı diğer bir durum da ihraççı anonim ortaklık yönetim kurulu üyelerinin sorumlu olmaları halinde ortaya çıkmaktadır. TTK m. 553/1 uyarınca anonim ortaklık yönetim kurulu üyeleri kanundan kaynaklanan yükümlülüklerini kusurlarıyla ihlal ettikleri hallerde verdikleri zararlardan sorumlu tutulurlar. Ancak bu hüküm dolayısıyla yönetim kurulu üyelerinin kusurlu olduklarını ispat yükü, TTK m. 553 anlamında doğrudan zarar gören pay sahibi sıfatıyla davacı yatırımcının üzerindedir. Buradan çıkan sonuca göre, SPKn m. 32/1’de sayılan kişilerden herhangi biri, SPKn m. 32/3 sebebiyle kendisinin bizzat hazırlamadığı bilgilerden dolayı, kötü niyetli olmadığı sürece sorumlu tutulmamalıdır.¹²⁸⁶

cc. Zarar

aaa. Tanımı ve Belirlenmesi

TBK’da kanun koyucu zararın tanımını yapmadığı için doktrin ve yargı, zararı geniş anlamda ve dar anlamda zarar olarak ikiye ayırmak suretiyle tanımlamaktadır.¹²⁸⁷

Zarar, zarar verici eylemden sonra zarar görenin rızası dışında oluşan malvarlığının son durumu ile bu eylem meydana gelmeseydi malvarlığının o zamanki durumu arasındaki

¹²⁸⁴ Kara (Sorumluluk), s. 151.

¹²⁸⁵ Turan, s. 217.

¹²⁸⁶ Urkan, s. 333. Burada kusurunun bulunmadığına ilişkin SPKn m. 32/3’te yer alan imkan, ABD hukukundaki *due diligence* savunmasına benzetilmektedir, Urkan, s. 333.

¹²⁸⁷ Zarar, maddi-manevi zarar, fiili zarar-yoksun kalınan kar, doğrudan zarar-dolaylı zarar, vb. ayrımlara tabi tutulabilmektedir. Diğer taraftan Alman ve Avusturya doktrininde çokça tartışılan normatif zarar olarak adlandırılan başka bir zarar türü de mevcuttur. Normatif zarar ve ayrıntıları için bkz. Eren (Genel Hükümler), s. 545-546; Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 736-751.

farktır. Genel hükümlere göre malvarlığının bu iki durumu arasındaki fark, zarar görenin menfaatidir; nitekim Yargıtay bu görüşü içtihatlarında benimsemiştir.¹²⁸⁸ Buna göre dar anlamda zarar, malvarlığında zarar görenin rızası dışında meydana gelen azalma yani maddi zarardır. Geniş anlamda zarar, bir kimsenin maddi veya manevi varlığında rızası dışında meydana gelen azalma olarak tanımlanmakta ve maddi ve manevi zararı kapsamaktadır. Sorumluluk hukukunda tazminat yükümlülüğü doğuran zarar türünden bahsedilirken, daha çok dar anlamda zarar yani maddi zarar kastedilmektedir.

Sermaye piyasasında mevzuata uygun bir şekilde işlem yapan yatırımcının, kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması nedeniyle rızası dışında bir zararının ortaya çıkması halinde sorumluluk doğmaktadır. Sorumluluk hukukunda hukuka aykırı her fiil zarara sebep olmaz ve her zarar da tazminatı gerektirmez; dolayısıyla ihlal edilen hukuk kuralı zarar görenin menfaatini korumak amacıyla getirilmemişse, zarar görenin tazmini gerektiren bir zarara uğradığı söylenemez.¹²⁸⁹ Ayrıca genel hükümler uyarınca zarar görenin rızası dahilinde malvarlığında meydana gelen azalmalar, sorumluluk doğuran bir zarar olarak kabul edilmez.¹²⁹⁰

Sermaye piyasası hukuku açısından ise SPKn m. 32/5/b uyarınca yatırımcının, söz konusu sermaye piyasası aracını, kamuyu aydınlatma belgelerinde bulunan bilgilerin gerçeğe uygun olmadığını bildiği halde alım veya satımını yapması sonucunda zarara uğraması halinde, tazminat talebi reddedilir. Burada zarar görenin rızasının, ilgili

¹²⁸⁸ Zararın tanımında fark teorisinin açıklaması için bkz. Eren (Genel Hükümler), s. 543 vd.; İnal, s. 478-479; Özçelik, s. 417. Ayrıca bkz. Yargıtay 4. HD, 12.01.1982 tarihli, 1981/13394 E. ve 1982/274 K. sayılı Karar; 3. HD, 26.09.2013 tarihli, 2013/10377 E. ve 2013/13382 K. sayılı Karar (Lexpera İçtihat Programı).

¹²⁸⁹ Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 734-735; Özçelik, s. 430; Urkan, s. 342.

¹²⁹⁰ Oğuzman/ Öz (Cilt II), s. 40, no. 115; Eren (Genel Hükümler), s. 543; Özçelik, s. 416.

bilginin gerçeğe aykırı olduğunu bilmesine rağmen işlem yapması ile ortaya çıktığı ve sermaye piyasası hukuku düzenlemeleri çerçevesinde tazmin edilmesi gereken bir zararın bulunmadığı düşünülebilir. Ancak bir kimsenin, zararın büyümesini engellemek adına, hukuka aykırı açıklamayı bilmesine rağmen, alım veya satım yapması sonucunda ileri süreceği tazminat talebinin bu bendin kapsamına girmemesi ve açılacak tazminat davasının reddedilmemesi gerekir. Nitekim önemli olan yatırımcının malvarlığında, hukuka aykırı açıklamadan kaynaklanan bir azalmanın olmasıdır.

Piyasa, hukuka aykırı açıklamaya tepki vermediyse veya tamamen farklı bir sebeple tepki verdiyse zarar oluşmamış olabilir; oluştuysa bile miktarı belirlenemeyebilir.¹²⁹¹ Kural olarak bilginin esaslı olup olmadığını ve bu bilginin ne kadar zarara sebep olduğunu yargı öngöremeyeceği için zararı piyasa belirler ve yargı sistemi de bu zararın nasıl ve kimlerce tazmin edileceğine karar verir.¹²⁹² SPKn'daki sorumluluğa ilişkin kuralların yatırımcının korunması amacıyla düzenlendiği açık olmakla beraber buradaki zarar kavramının ortaya çıktığı an ve kapsamının belirlenmesi, tazminat sorumluluğunun doğması açısından gereklidir.

Zarar miktarını aşan tazminata hükmedilemeyeceği ve zarar miktarı, tazminat davasında hükmedilecek tazminatın üst sınırını oluşturacağı için zararın belirlenmesi önemlidir.¹²⁹³ Kamuyu aydınlatma belgelerinde hukuka aykırı bir açıklama yapılmasından dolayı ortaya çıkan zararın tanımı ve dolayısıyla kapsamının belirlenmesine ilişkin bazı görüşler ileri sürülmüştür. Aşağıda ayrıntılı olarak

¹²⁹¹ Coffee, s. 533.

¹²⁹² Coffee, s. 533.

¹²⁹³ Oğuzman/ Öz (Cilt II), s. 85, no. 255; Kılıçoğlu, s. 533; Tandoğan (Özel Borç İlişkileri), s. 261; Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 785; İnal, s. 203.

açıklanacağı üzere birinci görüşe göre, yatırımcının yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerin kamuya açıklanması ile salt yapay fiyattan işlem yapmış olması, zararın ortaya çıkması için yeterlidir. İkinci görüş uyarınca yapay fiyattan satış yapılmış olmasının yanı sıra gerçek bilginin kamuya sunulmasının fiyatlar üzerinde etkili olmasıyla gerçek fiyatın belirlenmesi sonucunda ortaya çıkan yapay fiyat ve gerçek fiyat arasındaki fark, yatırımcının zararını oluşturmaktadır. Ancak sonrasında ortaya çıkan üçüncü bir görüşe göre yatırımcının düzeltici açıklamadan sonra ters işlemi yapmasıyla zararın meydana geleceği savunulmaktadır. Sonuç olarak bu kapsamda istenebilecek zararların tamamı ekonomik zarar niteliğindedir.¹²⁹⁴

bbb. Zararın Doğduğu Ana İlişkin Görüşler

aaaa. Yapay Fiyattan İşlem Yapma Görüşü

Yapay fiyattan işlem yapılmasını, zararın oluşması için yeterli gören birinci görüşe göre, piyasa hilesi teorisi uyarınca kamunun yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilendirilmesi veya hiç bilgilendirilmemesi sonucunda fiyatlarda yapay bir etki görülecektir. Piyasa hilesi teorisi, etkin bir şekilde işleyen piyasada fiyatların, kamuya açıklanan tüm bilgileri yansıttığını ve piyasa fiyatlarının, menkul kıymetlerin gerçek değerini temsil ettiğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla piyasanın ve fiyatların etkinliğine güvenen yatırımcının uğradığı zarar, öncelikle hukuka aykırı bilginin, piyasa fiyatlarının yapay bir şekilde yükselmesine sebep olduğunun kanıtlanması ile talep edilebilir. Nitekim fiyatların yapay şekilde yükseldiği de ancak, fiyatlarda ciddi düşüşlerin

¹²⁹⁴ Urkan, s. 342.

yaşanması gibi piyasanın bir şekilde bu bilginin hukuka aykırı olduğunu algılaması ve bu duruma tepki vermesi (*market reaction*) ile kanıtlanabilir.¹²⁹⁵

Kamudan olumsuz bir bilginin saklanması halinde, yatırımcının yapay yüksek fiyat üzerinden bir sermaye piyasası aracını satın alması sonucunda malvarlığında, o aracı gerçek fiyatından alsaydı malvarlığında oluşacak azalmadan daha fazla oranda azalma meydana gelecektir. Örneğin bir sermaye piyasası aracının piyasadaki fiyatının üç birim olduğu durumda, ortaklığın aslında borca batık olduğuna yönelik bilginin kamuya açıklanması halinde bu aracın fiyatı bir birime düşecekse, içsel bilginin kamuya açıklanmaması ile yatırımcının bu aracı üç birimden satın alması anında yatırımcı zarara uğramaktadır. Yatırımcının malvarlığında şu şartlarda üç birimlik bir azalma meydana gelmiştir; ancak içsel bilgi kamuya açıklansaydı, bir birimlik azalma meydana gelecekti. Dolayısıyla, bu görüşe göre yatırımcı daha işlemi yaptığı anda sermaye piyasası aracının fiyatının manipülatif şekilde oluşması sonucu zarara uğramıştır.

Bu görüşe göre yatırımcının uğradığı zararı belirlemek için genel hükümlerdeki kuralların benimsenmesi uygun değildir.¹²⁹⁶ Nitekim genel hükümlerdeki zarar kavramına göre, işlemin gerçekleştiği yapay fiyat ile gerçeğe uygun bilginin ortaya çıkmasından sonra fiyatların sabitlendiği değer arasındaki fark, zararı oluşturmaktadır. Ancak bu koşulların sağlanabilmesi için piyasanın gerçeğe uygun bilgiyi algılayıp fiyatlara yansıtması ve bu süreçte fiyatları etkileyen başka herhangi bir gelişmenin

¹²⁹⁵ Fox, M. B.: *Demystifying Causation in Fraud-on-the Market Actions*, Busi. Law. 2005, V. 60, s. 523 vd. Bu yönde örnek olarak bkz. U. S. Court of Appeals, *In re Control Data Corp. Sec. Lit.*, 993 F.2d 616 (8th Cir. 1991), (<<https://casetext.com/case/in-re-control-data-corp-securities-litigation-2>>, Erişim Tarihi: 27.10.2018); U. S. Court of Appeals, *Katyle v. Penn Nat'l Gaming, Inc.* 637 F.3d 462 (4th Cir. 2011), (<<https://casetext.com/case/katyle-v-penn-natl-gaming-inc>>, Erişim Tarihi: 05.11.2018), s. 472; ayrıca bkz. U. S. Court of Appeals, *Taylor v. Keycorp*, 680 F.3d 609 (6th Cir. 2012), (<<https://casetext.com/case/taylor-v-keycorp-2>>, Erişim Tarihi: 06.11.2018), s. 613.

¹²⁹⁶ Fox (Causation), s. 514.

yaşanmaması gerekir.¹²⁹⁷ Ancak günümüz piyasa koşullarında sadece bilginin fiyatı etkilediği söylenemez ve fiyatı etkileyen başka etkenler özellikle kişisel etkenler düşünüldüğünde¹²⁹⁸ sermaye piyasasındaki zarar kavramının genel hükümlerdeki zarar kavramından oldukça farklı olduğu söylenebilir.¹²⁹⁹ Bunların da ötesinde kamuyu aydınlatmanın yanlış, yanıltıcı veya eksik yapıldığı durumlarda, gerçek bilgi ortaya çıkmadan istenebilecek tazminatlar açısından zararın belirlenebilmesi için sermaye piyasası aracının gerçek fiyatının varsayımsal olarak tespit edilmesi gerekir.

Bu noktada yapay fiyatlardan satış yapan yatırımcının, gerçeğe uygun bilgi ortaya çıkmadan önce yine yapay fiyatlar üzerinden ters işlem yapması durumunda zararının yine de ilk işlem yapıldığında oluştuğu ileri sürülebilir. Yatırımcının aslında bir sermaye piyasası aracını aldığı fiyata satması ya da sattığı fiyattan alması halinde malvarlığında oluşacak herhangi bir azalma olmayacağı için gerçekten zarara uğradığı ve dolayısıyla sorumluluğun doğduğu söylenemez.¹³⁰⁰ Bu yüzden, yatırımcının yapay fiyat üzerinden ilk kez işlem yaptığında zararının oluştuğunu kabul edenler bile bu

¹²⁹⁷ Fox (Causation), s. 524.

¹²⁹⁸ Bu husustaki teoriler hakkındaki ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. Kamuyu Aydınlatma Kavramının Türlerine İlişkin “Zorunlu ve Gönüllü Kamuyu Aydınlatma” başlığı altındaki açıklamalar.

¹²⁹⁹ U. S. Court of Appeals, *Robbins v. Koger Properties, Inc.* 116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997), (<<https://casetext.com/case/robbins-v-koger-properties-inc>>, Erişim Tarihi: 04.09.2019), s. 1447; Manavgat (Halka Arz), s. 246. Genel hükümlerdeki geleneksel zarar kavramı, ihraççı ortaklık ile yatırımcının doğrudan temasa geçtiği ve sözleşme akdettiği hallerde kullanılan bir kavramdır, ancak ABD’de bazı mahkemelerce özellikle Kural 10b-5’e dayanarak açılan menkul kıymet hilesi davalarında yanlış bir şekilde uygulanmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Fox (Causation), s. 512-514; Chamblee Burch, E.: *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, Maryland L. Rev. 2007, V. 66, N. 2, s. 351. Her ne kadar bu hükümde düzenlenen dava, genel hükümlere göre de açılabilir olsa, uygulamada asıl olarak menkul kıymet hilesine dayanan sınıf davası şeklinde açılmaktadır. Bu görüşe göre, Kural 10b-5 hükmüne dayanarak açılacak sınıf davalarında yatırımcının talep edebileceği zararı, gerçeğe aykırı yapılan açıklamayı duymamış olsa bile piyasa hilesi teorisine göre yapay fiyattan işlem yaptığı anda meydana gelir, Fox (Causation), s. 517.

¹³⁰⁰ Manavgat (Halka Arz), s. 250.

durumda istisnai olarak yatırımcının tazminata hak kazanamayacağını belirtmektedirler.¹³⁰¹

Kamuya açıklamanın hiç yapılmadığı durumlarda piyasa fiyatının değişmeksizin sabit kalması, ortaya bir yapay fiyat çıkmaması sonucu zararın varsayımsal fiyat üzerinden hesaplanması oldukça zordur. Söz konusu varsayımsal fiyatın, özellikle de kamunun hiç bilgilendirilmediği hallerde, tam olarak ya da gerçeğe yakın bir şekilde tespit edilebilmesi mümkün değildir.¹³⁰² Diğer taraftan hukuka aykırı birden fazla bilgilendirmenin yapılması sonucu yapay fiyatların oluşmasında veya gerçeğe uygun bilginin ortaya çıkmasıyla fiyatların değişmesinin sonucunda yatırımcının hangi bilgilendirme dolayısıyla zarara uğradığını kanıtlanmasına gerek yoktur. Yatırımcının ilk durumda kanıtlanması gereken tek şey, yapay fiyattan işlem yaptığına dair maddi vakiadır; ikinci durumda ise satış yaptığı yapay fiyat ile piyasada fiyatların gerçek bilginin açıklanmasından sonra değiştiği olgusudur. Bu durumda her iki görüşe göre de temel alınan zarar kavramının mutlak olarak fiyattaki etkilenmeyle tanımlanmasının, sorumluluk davalarının sınırını ciddi ölçüde genişlettiği görülmektedir.¹³⁰³

bbb. Fark Görüşü

Zararın varsayımsal fiyat üzerinden belirlenmesini ve ilk işlemin yapılması anında doğrudan zararın doğmasını eleştiren ikinci bir görüş ortaya çıkmıştır, nitekim sorumluluğun ve ödenecek tazminatın kapsamının zarara göre tespit edildiği düşünüldüğünde zarar kavramının içeriğinin tam olarak belirlenmesi önem arz etmektedir. Ekonomi biliminin hukuk biliminden çok farklı bir anlayışa sahip olması

¹³⁰¹ Fox (Causation), s. 522.

¹³⁰² Manavgat (Halka Arz), s. 250 ve 253.

¹³⁰³ Manavgat (Halka Arz), s. 253.

sebebiyle etkin piyasa teorisinin hukuki platformda uygulama alanı bulması pratikte çeşitli sorunlara sebep olur.¹³⁰⁴ Zararın varsayımlarla mahkemelerde kabul edilmesi, piyasa açısından söz konusu bilginin esaslı bulunduğu anlamına gelmeyeceği gibi, mahkemelerin tarihi güçlerinin ötesine geçmesine sebep olur.¹³⁰⁵ İlk görüşte zararın farazi ve belirsiz bir zarar olarak tanımlanması eleştirilmiş ve yargının, açıklamadaki hukuka aykırılığın esaslı olduğuna karar verebilecek yetkinlikte olduğu kabul edilse bile doğru bilginin açıklanmasını müteakip piyasanın nasıl tepki vereceğini güvenilir şekilde ölçemeyeceği doktrinde vurgulanmıştır.¹³⁰⁶ Fiyatların varsayımsal olarak mahkemeler tarafından değil piyasada belirlenmesi gerektiğine inanan bu görüş, piyasa odaklı bir zarar tespiti yapmaktadır.¹³⁰⁷

Bu görüş, gerçek bilginin kamuya açıklanmasından önce piyasadaki yapay fiyattan bir sermaye piyasası aracının satışının yapılmasını müteakip gerçek bilginin ortaya çıkması ile fiyatların etkilenmesi sonucu gerçek fiyat ile satış işleminin yapıldığı yapay fiyat arasındaki farkı zarar olarak nitelendirmektedir. Burada yatırımcının zararının doğduğu an, gerçek bilginin piyasaya etki etmesi sonucu fiyatların değişime uğradığı andır. Dolayısıyla zarardan söz edebilmek için, yapay fiyattan işlem yapılmasının yanı sıra, gerçek bilginin kamuya sunulması ve piyasadaki fiyatların bu bilgiden etkilenmesi sonucu değişmesi gerekmektedir.¹³⁰⁸ Zararın kapsamını ve dolayısıyla ödenecek tazminatın kapsamını ise işlem yapılan fiyatla gerçek bilginin piyasayı etkilemesi sonucu değişen son fiyat arasındaki fark belirlemektedir.

¹³⁰⁴ Coffee, s. 541.

¹³⁰⁵ Coffee, s. 534.

¹³⁰⁶ Coffee, s. 538.

¹³⁰⁷ Coffee, s. 534; Manavgat (Halka Arz), s. 251; Keskin, s. 114-115.

¹³⁰⁸ Nitekim bu görüş, ABD hukukunda 1933 tarihli Kanunu §12(b) hükmünde de birincil piyasalar için açıkça kabul edilmiştir, Semerenko Davası, s. 185; ayrıca bkz. Manavgat (Halka Arz), s. 247.

Sonuç olarak esaslı olan bir olumsuz bilginin ve olumlu bilginin benzer zamanlarda kamuya açıklanmaması söz konusu olduğunda piyasa fiyatı aslında payın gerçek değerini de yansıtır olabileceğinden, yatırımcının bundan zarara uğradığı söylenemez.¹³⁰⁹ Diğer taraftan ikincil piyasadan pay satın alan yatırımcının, herhangi bir hukuka aykırılıkla bağlaştıramayacak piyasa balonu sebebiyle yüksek bir bedel ödemesi sonucu zarara uğradığı söylenemez.¹³¹⁰ Ancak bazen esaslı bilginin piyasaya açıklanması da hiç açıklanmaması ile aynı sonuçları doğurabilir: hukuka aykırı bilgi sonucunda oluşan yapay fiyatların ardından doğru bilginin açıklanması üzerine piyasa fiyatlarının düşmesi ile söz konusu bilginin piyasaya doğrudan açıklanması sonucu fiyatlar aynı oranda veya aynı seviyeye düşebilir.¹³¹¹

cccc. Ters İşlem Yapma Görüşü

Zarar kavramının ayrıntılı bir şekilde tartışıldığı 2005 tarihli *Dura* kararında Bölge Temyiz Mahkemesinin kararını¹³¹² bozan Federal Yüksek Mahkeme, sadece yanlış, yanıltıcı veya eksik kamuyu aydınlatma sonucu yükselen yapay fiyattan alım yapmanın ve bu hususun ispat edilmesinin, zararın doğması için yeterli olmadığını belirtmiştir.¹³¹³ Ayrıca yatırımcının düzeltici açıklamadan sonra ters işlemi yapmamış olması halinde gerçek bir zararının oluşmayacağı, bir zarar doğsa bile bunu ihtimaller sonucu ifade etmenin uygun olmadığı vurgulanmıştır. Dolayısıyla Mahkeme, birinci

¹³⁰⁹ Coffee, s. 538.

¹³¹⁰ Coffee, s. 538-539.

¹³¹¹ Fischel, s. 910, dn. 6.

¹³¹² Bölge Temyiz Mahkemesinin 9. Dairesi, satın alma gününde menkul kıymetin fiyatının yapay olarak yüksek olduğunun iddia edilmesi ve ispatlanmasını, tek başına zarar nedenselliği ve de zararın doğduğunun ispatlanması için yeterli saymaktadır, U. S. Court of Appeals, *Broudo v. Dura Pharms., Inc.*, 339 F. 3d. 933 (9th Cir. 2003), (<<https://casetext.com/case/broudo-v-dura-pharmaceuticals-inc#p938>>, Erişim Tarihi: 25.06.2016), s. 938.

¹³¹³ *Dura Kararı*, 544 U.S. 336 (2005), s. 342 ve s. 347: “... the ‘artificially inflated purchase price’ is not itself a relevant economic loss.”

görüşün tanımladığı zarar kavramını reddetmiş ve salt işlem yapmakla zararın doğmayacağını belirtmiştir. Yüksek Mahkemeye göre, yapay fiyattan alım yaptıktan sonra, düzeltici açıklama yapılmadan ve doğru bilgi ortaya çıkmadan payların yine yüksek bir fiyattan satılabilmesi ihtimali olduğu için¹³¹⁴ zarar, malvarlığında gerçek bir azalma ile ortaya çıkmalıdır.¹³¹⁵

Bu görüşe göre, zararın doğması henüz olasılıkla ifade ediliyorken ve malvarlığında gerçek bir azalma (*actual damage*) görülmezken, fiyatı etkileyen diğer etkenler de düşünüldüğünde hukuken bir zararın doğması söz konusu olamaz.¹³¹⁶ Kural 10b-5'e dayanan piyasa hilesi davaları da tıpkı *common law* hilesinde olduğu gibi gerçek zararı esas alır¹³¹⁷ ve normatif zararın tazminat yükümlülüğüne yol açmayacağı, piyasa hilesi teorisinin benimsendiği davalarda bile kabul edilmelidir.¹³¹⁸ Daha çok, satarken düşük fiyata satma veya hala elinde bulunan menkul kıymetin değerinin düşmesi suretiyle zarara uğrama şeklinde gerçekleşen geleneksel zarar kavramının, ABD

¹³¹⁴ Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 342.

¹³¹⁵ Bu açıdan Yüksek Mahkeme, menkul kıymet hilesi davasının, *common-law*'daki hile (*deceit*) ve hukuka aykırı açıklama (*misrepresentation*) davalarına benzediğini itiraf etmektedir, Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 343-344.

¹³¹⁶ Manavgat (Halka Arz), s. 240.

¹³¹⁷ Mahkeme bu hususta hakimlerce oluşturulan menkul kıymet hilesi davalarının *common-law* hilesi temeline ve ayrıca davacının gerçek zararını kanıtlamasını gerektiren ilkeye dayanması sebebiyle 9. Dairenin kararının diğer temyiz mahkemelerince reddedilmesinin çok da şaşırtıcı olmadığını vurgulamıştır: “Given the common-law roots of the securities fraud action (and the common-law requirement that a plaintiff show actual damages), it is not surprising that other Courts of Appeals have rejected the Ninth Circuit’s “inflated purchase price” approach to proving causation and loss”, Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 344. Mahkeme aynı kararında, sermaye piyasası hukukunun temel amacı olan yatırımcının piyasaya duyduğu güveninin korunması için getirilen menkul kıymet hilesi davalarının amacının gerçek zararları gidermek olduğunu vurgulamıştır: “... but to protect them against those economic losses that misrepresentations actually cause.”, Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 345.

¹³¹⁸ Robbins Davası, s. 1448; Nielsen/ Prowse, s. 18. Yüksek Mahkeme burada menkul kıymet hilesi davasında davacının sadece ve yalnızca ekonomik zararının ve nedensellik bağının geleneksel anlayışa uygun ve yeterli bir şekilde kanıtlanması ile zararını tazmin edebileceğini belirtmektedir. Mahkeme ayrıca 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu §21D-(b)(4) hükmünün ve *common-law* hilesi davasında kabul edilen geleneksel ilkelerin de bu sonucu gerektirdiğini belirtmektedir, Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 346.

hukukundaki Kural 10b-5’te kabul edilen menkul kıymet hilesi davalarında da yanlış bir şekilde uygulandığı düşünülmektedir.¹³¹⁹

Kural 10b-5’e dayanan hile davalarında zarar nedenselliğinin kanıtlanmasının aslında geleneksel güven ölçütü (*reliance*) ile de bağdaştığı ve buradaki zararın da davacı yatırımcının gerçekten katlandığı zarar olması gerektiği, yapay fiyattan işlem yapma görüşünü destekleyenler tarafından da kabul edilmiştir.¹³²⁰ Nitekim yapay fiyattan işlem yapan yatırımcının ileri sürdüğü olası zararı, halihazırda elinde bulunan aynı değerdeki paylar sebebiyle dengelenmiştir.¹³²¹ Bu davada davacı yatırımcı da yükselen fiyatların, kamuya yanlış, yanıltıcı veya eksik bilginin açıklandığının ortaya çıkmasından sonra düştüğünü kanıtlayamadığı için haksız bulunmuştur.¹³²²

Yüksek Mahkemeye göre sadece kamunun yanıltılması sonucu yapay fiyatlardan alım yapılması ile zararın meydana geldiği kabul edilirse fırsatçı ve temelsiz tazminat davalarının hukuken önünün açılmasına sebebiyet verilmiş olacaktır.¹³²³ Bu durumda ilkesel olarak zarar yanıltıcı şekilde yükselmiş fiyatlardan alım yapılması anında değil piyasanın yanıltıcı veya eksik açıklamaya tepki vermesi sonucu fiyatların düştüğü anda

¹³¹⁹ Fox (Causation), s. 512; Chamblee Burch, s. 351. Federal Yüksek Mahkeme şimdiye dek Kural 10b-5’e dayanan tazminat davalarında işlem ve zarar nedenselliğinin aranmasına ilişkin olarak hiçbir yorum yapmamış olsa da bu yanlış uygulama aslında daha alt derecelerdeki mahkemeler tarafından oluşturulmuştur. Bu hükümde düzenlenen dava, gerek geleneksel güvene dayanarak gerekse de piyasada dolandırıcılığa dayanarak açılabilir; ancak ilk halde açılacak davada geleneksel zarar kavramı ile diğerindeki zarar kavramı farklı kavramlardır, Fox (Causation), s. 515.

¹³²⁰ Fox (Causation), s. 511-512.

¹³²¹ Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 342: “...*the inflated purchase payment is offset by ownership of a share that at that instant possesses equivalent value...*”; Choi/ Pritchard, s. 319.

¹³²² Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 348.

¹³²³ Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 346-348; ayrıca bkz. Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 345: “... *not to provide investors with broad insurance against market losses, but to protect them against those economic losses that misrepresentations actually cause*”. Aynı doğrultuda bkz. U. S. Supreme Court, Basic, Inc. et al. v. Levinson et al. (No. 86-279) 485 U.S. 224 (1988), (Dissenting Opinion of Justice White and O’Connor) s. 252: “*A nonrebuttable presumption of reliance ... would effectively convert Rule 10b-5 into ‘a scheme of investor’s insurance’*”.

meydana gelmektedir.¹³²⁴ Ancak piyasada yanlış veya eksik açıklamanın yapıldığının ortaya çıkmasına rağmen fiyatların buna tepki vermemesi söz konusuysa artık zararın doğduğundan bahsedilemez. Mahkemenin buradaki yorumu ikinci görüşte tanımlanan zarar kavramıyla örtüşmektedir; ancak kararda yatırımcının, kamunun yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilendirilmesi sonucu yatırım kararı almasını ifade eden işlem nedenselliği (*transaction causation*) dışlanmıştır.¹³²⁵ Yatırımcı hukuka aykırı bilgilendirmeden haberdar olmadan, tamamen kendi başına yatırım kararı almış ve zarara uğramışsa, bu durumda her iki görüşe ve Mahkemeye göre bu yatırımcının zararının tazmin edilmesi gerekir.

Bir yatırımcının yapay yüksek fiyattan bir pay satın aldıktan sonra doğru bilginin açıklanmasını takiben o payın fiyatının düşmesi halinde paylarını satmayan yatırımcının fiyatlar eski seyrine ulaştıysa tazmin edilmesi, ödüllendirilmesi anlamına gelir.¹³²⁶ Benzer şekilde, yatırımcının açtığı tazminat davasında hükmün verilmesine kadar geçecek sürede sermaye piyasası aracının değeri eski seyrine ulaşmışsa artık yatırımcının zararının olduğundan söz edilemez.¹³²⁷ Nitekim hala yatırımcının elinde bulunan bir sermaye piyasası aracının değerinin düşmesi gibi gerçek anlamda zararın doğmadığı, ancak zarar tehlikesinin olduğu durumlarda ilgililerin sorumluluğu doğmamaktadır.¹³²⁸ Yüksek

¹³²⁴ Manavgat (Halka Arz), s. 242.

¹³²⁵ Manavgat (Halka Arz), s. 252.

¹³²⁶ Coffee, s. 538.

¹³²⁷ Manavgat (Halka Arz), s. 259.

¹³²⁸ Koçhisarlıoğlu, s. 284. Türk hukukunda da zararın olmadığı yerde hukuki sorumluluk meydana gelmez; dolayısıyla zarar vermeye teşebbüs, zarar görme ihtimali veya farazi zarar gibi durumlarda gerçek zarar meydana gelmediği için sorumluluk da doğmayacaktır, Eren (Genel Hükümler), s. 542; Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 732-733. Zararın gerçekleşmiş olması veya gerçekleşmesinin kesin olması halinde zararın doğduğu kabul edilir ve zararı tazmin yükümlülüğü doğar. Kusursuz sorumlulukta dahi, zarar doğmadan zarar tehlikesi ile tazminat yükümlülüğü doğmamaktadır. Nitekim fiyatların düşmesi ile elindeki sermaye piyasası aracının fiyatı azalan bir yatırımcı, düzeltici açıklamadan sonra fiyatların eski seyrine ulaşması sonucunda zarara uğramamıştır. Ancak fiyatlar

Mahkemece verilen *Dura* kararını yorumlayan ve genişleten federal bölge mahkemeleri, bir payın fiyatının düzeltici açıklama öncesindeki fiyata ulaştığı veya onu aştığı hallerde davacının ekonomik bir zarara (*economic loss*) uğramadığı; dolayısıyla davacının iddia ettiği dolandırıcılığın yaklaşık ne kadar zarara sebebiyet verdiğini kanıtlayamayacağı yorumunda bulunmuşlardır.¹³²⁹

ccc. Türk Hukukunda Benimsenen Görüş

aaaa. Genel Hükümler Uyarınca

Türk hukukuna bakıldığında genel hükümler uyarınca haksız fiiller için zarar kavramının tespitinin, doktrinde hakim olan fark kuramına göre yapıldığı görülmektedir.¹³³⁰ Bu kurama göre, hukuka aykırı bilgilendirme sonucu oluşan yapay fiyatlardan satış yapıldığında zarar meydana gelmez. Gerçek bilginin kamuya açıklanmasını takiben fiyatların değişmesi ile ters işlem yapılmazsa yapay fiyat ve değişmiş son fiyat arasındaki fark dolayısıyla malvarlığında meydana gelen azalma sonucu oluşur. Görüldüğü gibi genel hükümlerdeki zarar kavramının içine, ters işlemin

eski seyrine ulaşana dek, elindeki aracı satmaya niyetlenen yatırımcı zarar görme tehlikesiyle karşı karşıyadır. Ayrıca Alman hukukunda kabul edilen normatif zarar kavramı Türk hukukunda şartları varsa sadece maddi zarar olarak değerlendirilebilir. Ancak bu durumda normatif zararın maddi zarar çerçevesinde talep edilebilmesi mümkün değildir.

¹³²⁹ Arganbright, s. 280.

¹³³⁰ Eren (Genel Hükümler), s. 543 vd. ile 761 vd.; Oğuzman/ Öz (Cilt II), s. 38; Nomer, s. 8; Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 736; İnal, s. 670; Özçelik, s. 417; Keskin, s. 114; Manavgat (Halka Arz), s. 260; Adıgüzel, s. 120. Türk hukuk doktrininde benimsenen fark teorisi uyarınca zararın hesaplanmasında istisnai olarak bir kanun hükmüyle öngörülmüşse objektif, aksi halde somut olay bazında uygulanan subjektif hesaplama yöntemleri kullanılır. Objektif hesaplama yönteminde bir şeyin belirli bir anda herhangi bir etkiden uzak olarak serbest piyasada belirlenen değeri esas alınır, Eren (Genel Hükümler), s. 761; Tandoğan (Özel Borç İlişkileri), s. 273. Şeye verilen zarar için genel olarak objektif hesaplama yönteminin kullanılmasına ilişkin bkz. İnal, s. 204-205. Ancak kural olarak Türk ve İsviçre hukukunda subjektif hesaplama yöntemi kullanılarak zarar görenin somut malvarlığının hangi kayıplara uğradığı tespit edilir, Eren (Genel Hükümler), s. 762.

yapılmasına gerek kalmadan ortaya çıkan son fiyat ile işlem yapılan yapay fiyat arasındaki fark da girmektedir.¹³³¹

Gerçek ve doğru bilginin kamuya açıklanmasının ardından ters işlem yapılırsa bu durumda zarar, ilk işlemin yapıldığı ve yatırımcı tarafından ödenen yapay fiyat ve ters işlemin yapıldığı değişen fiyat arasındaki farktan oluştuğu da kabul edilmektedir. Ayrıca, yatırımcı, gerçek ve doğru bilginin kamuya açıklanmasının hemen ardından ters işlemi yaptığında oluşacak fark ile bir süre bekledikten sonra ters işlemi yaptığında oluşacak fark da aynı olmayacaktır.¹³³²

Genel hükümler uyarınca zarara sebebiyet verebilecek diğer bir durum da hukuka aykırı bilgilendirme yapılmadan önce ilk işleminin yapılması ancak ters işlemin hukuka aykırı bilgilendirme sonrasında yapılması durumudur. Bu durumda her iki işlemin yapıldığı fiyatlar arasındaki fark zarar olarak kabul edilebilecektir; ancak ABD hukuku uyarınca ilk işlem hukuka aykırı bilgilendirmeden önce ve ondan bağımsız olarak yapıldığı için sorumluluğun doğmayacağı belirtilmiştir.¹³³³ Söz konusu içtihat, ABD hukukundaki SEC Kural 10b-5'in hukuka aykırı bilgilendirme ile satış işlemi arasında bir bağlantı bulunmasını gerektirmesi (*in connection with*) sebebiyle; ayrıca sınıf davaları (*class actions*) yoluyla sorumluluğun genişletilmesini engellemek amacıyla geliştirilmiştir.¹³³⁴

¹³³¹ Keskin, s. 115; Manavgat (Halka Arz), s. 263.

¹³³² Manavgat (Halka Arz), s. 257.

¹³³³ Gurary-Winehouse; Roots Partnership-Lands' End, Inc.; Binder-Gillespie; Kaplan-Utilicorp United, Inc. kararları

¹³³⁴ Manavgat (Halka Arz), s. 258.

Türk hukukunda genel hükümler uyarınca hukuka aykırı bilgilendirmeden önce işlem yapıldıktan sonra ters işlemin de yapılmasına gerek olmadan malvarlığında zaten bir azalma meydana gelmesi sebebiyle tazminat sorumluluğunun doğduğu kabul edilir; ABD içtihadı bu anlamda Türk borçlar hukukunda uygulanmaz.¹³³⁵ Bu hususun önemi pay teminatlı kredili menkul işlemlerinde, payın fiyatının düşmesi ile teminat miktarında azalma olan yatırımcının bu düşüş ile meydana gelen zararını karşılama hakkının doğmasıyla ortaya çıkmaktadır.¹³³⁶

bbbb. Sermaye Piyasası Mevzuatı Uyarınca

Türk hukukunda genel hükümler uyarınca hesaplanan zarar kavramı, yukarıda açıklanan ve yapay fiyatlar üzerinden işlem yapılmasıyla meydana geldiği savunulan birinci görüşteki zarar kavramından farklıdır. Nitekim zararın işlem yapılan yapay fiyat ile varsayımsal fiyat arasındaki farktan meydana gelmediği; genel hükümler uyarınca piyasada oluşan gerçek fiyatlar üzerinden hesaplama yapıldığı görülmektedir. Ancak sermaye piyasası hukukundaki zarar kavramı genel hükümlerdekinden farklıdır ve kapsamı da daha dardır;¹³³⁷ nitekim bu husus SPKn m. 32/4'te açıkça belirtilmiştir. Bu maddede her ne kadar nedensellik bağına ilişkin özel bir düzenleme getirilmiş olsa da, zararın tanımında ne gibi ölçütlerin kullanılması gerektiği belirlenmiştir.¹³³⁸

SPKn m. 32'deki zararın, genel hükümlerden ayrılan en önemli yanı, SPKn m. 32/4'ten anlaşıldığı üzere hukuka aykırı açıklamadan sonra belirli süreler içerisinde ilk

¹³³⁵ Manavgat (Halka Arz), s. 258.

¹³³⁶ Manavgat (Halka Arz), s. 258-259.

¹³³⁷ Meral, N.: *Türk ve ABD Hukukunda Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumlulukta Zararın Doğduğu An*, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2019, C XXIII, S. 2, s. 143.

¹³³⁸ Manavgat (Halka Arz), s. 254; Keskin, s. 114-115.

işlemlerinin yapılmasının ardından, düzeltici açıklama sonucunda yalnızca ters işlemin yapılmasından sonra doğan zararların tazmin edilmesidir.¹³³⁹ Öncelikle ilk işlemin yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi içeren kamuyu aydınlatma belgelerinin açıklanmasından sonra belirli süreler içerisinde yapılması gerekmektedir. Bu sürelere nedensellik bağının düzenlendiği bu fıkra da işaret edilmiş ve izahnamenin geçerlilik süresi boyunca, diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin ise kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra ilk işlemin yapılması gerektiği belirtilmiştir. İkinci olarak ise gerek ilk işlemin gerekse de ters işlemin belirli sürelerde yapılması gerekir. İlk işlemin yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren kamuyu aydınlatma belgelerinin açıklanmasından sonra, ters işlemin ise düzeltici açıklamadan sonra yapılmış olması gerekmektedir.

Yatırımcının kamuyu aydınlatma belgesinde yer alan eksik, yanlış ya da yanıltıcı bilgiye dayanarak bir yatırım kararı alması ve bu hususun da malvarlığında aktif bir azalmaya sebep olması gerekmektedir. Buradaki zarar, öncelikle sermaye piyasası aracının satın alındığı andaki gerçek değeri ile satın alanın, bu araç için yapay fiyattan ödediği bedel arasındaki farktan oluşan maddi zarardır¹³⁴⁰ ve dolayısıyla yatırımcının malvarlığındaki aktif bir azalma olarak düşünülmelidir. Tabi burada sermaye piyasası aracının gerçek değerini belirlerken gerçek ve doğru bilginin kamuya açıklanmasının ardından değişen fiyatların hesaplamada kullanılması, SPKn m. 32/6'daki zamanaşımının bu açıklama ile başlayacağı hükmüyle de örtüşmektedir.¹³⁴¹

¹³³⁹ Manavgat (Halka Arz), s. 254; Meral, s. 144; Keskin, s. 115. Ancak bu hükümde belirlenen şartlarda ve dönemde yapılmayan işlemler için söz konusu kamuyu aydınlatma belgesinde yer alan gerçeğe aykırı bilgilerden doğan zararlar açısından genel hükümlere göre kusur sorumluluğu esasları çerçevesinde tazminat talep edilebilir, Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 130.

¹³⁴⁰ Kara (Sorumluluk), s. 149; Adıgüzel, s. 120; Üçışık/Çelik, s. 528.

¹³⁴¹ Manavgat (Halka Arz), s. 255; gerçek değer, kamuya açıklanan hukuka aykırı bilgiler olmasaydı ilgili sermaye piyasası aracının geçerli olacak fiyatıdır, Nielson/ Prowse, s. 16.

Bir sermaye piyasası aracının ilk halka arzında yatırımcının ödediği fiyatla düzeltici açıklamadan sonra değişen fiyat arasındaki farkın zararı oluşturduğuna yönelik doktrinde görüşler de mevcuttur.¹³⁴² Görüldüğü üzere buradaki zarar kavramı, varsayımsal fiyatın, zararın hesaplanmasında kullanılması sebebiyle yukarıda ilk görüşte açıklanan zarar kavramına fazlayısıyla benzemektedir. Ancak bu görüşün, SPKn m. 32'deki zarar kavramını karşılamadığı kanaatindeyiz. Nitekim SPKn m. 10 ve 32 uyarınca yatırımcının tazmin edilmesi gereken zararı, hukuka aykırı açıklamanın yapılması sebebiyle söz konusu sermaye piyasası aracı için, yatırımcı tarafından ilk işlemin yapıldığı yapay fiyat ile düzeltici açıklamanın ardından ters işlemin yapıldığı değişen son fiyat arasındaki farktır.¹³⁴³

SPKn m. 32/4'te bahsedilen doğru bilginin ortaya çıkması durumu, aslında olağan yollarla kamuya düzeltici açıklamanın yapılmasıdır.¹³⁴⁴ Gerek ihraççı ortaklık tarafından resen gerekse de SPKr'nun müdahalesi sonucu kamuya gerçek ve doğru bilgi açıklanabilir; ancak hangi yöntemle açıklanırsa açıklansın piyasada bu bilginin algılanması ve fiyatlara yansımaları zaman alacaktır. Bu sürecin sonunda fiyat değişikliğinin yegane sebebinin, doğru ve gerçek bilginin herhangi bir yöntemle kamuya duyurulmasıyla hukuka aykırı aydınlatmanın etkisinin ortadan kalkması olduğu her zaman söylenemez.¹³⁴⁵ Çünkü fiyatın o süreçte meydana gelen başka bir olaydan veya açıklamadan etkilenmesi ve hukuka uygun kamuyu aydınlatma sonucu beklenenden az bir artış veya azalma göstermesi de mümkündür. Dolayısıyla fiyattaki değişmelerin

¹³⁴² Kütükçü (Sermaye Piyasası), s. 240; aynı görüşte bkz. Adıgüzel, s. 120.

¹³⁴³ Meral, s. 148 ve 152; benzer bir görüş için bkz. Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 129; Keskin, s. 115.

¹³⁴⁴ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 130; Keskin, s. 114.

¹³⁴⁵ Manavgat (Halka Arz), s. 255; Keskin, s. 116.

sınırlarını belirlemek ve SPKn m. 32/4'te gösterilen açıklamadan hemen sonraki fiyat değişimini tespit edebilmek için fiyatın BİST endeksleriyle paralel bir endekse oturması yeterli olmalıdır.¹³⁴⁶

Yatırımcı, herhangi bir kazançtan mahrum kalma, yani kar kaybı yoluyla da zarara uğramış olabilir. Özellikle sermaye piyasası aracının gerçek değerinin yüksek olduğu durumda, kamuya açıklanmayan ya da yanlış, yanıltıcı veya eksik açıklanan bilgi dolayısıyla yatırımcının elindeki sermaye piyasası aracını düşük fiyatla satması halinde gerçek durum bilinse daha yüksek fiyata satabileceği kardan mahrum kalması buraya örnek olarak verilebilir.¹³⁴⁷ Ancak bunun ilgili maddedeki sorumluluğun genişletilmesi olarak kullanılmaması gerekmektedir.¹³⁴⁸ Örneğin yatırımcının, kamuyu aydınlatma belgesinde yer alan bilgilerden ötürü, satın almaya niyetlendiği sermaye piyasası araçlarını satın almadığı için bir kazanç mahrumiyetinin bulunduğu iddiası dinlenilmemelidir.¹³⁴⁹

SPKn m. 32'deki sorumluluk hali, yatırımcının kamuyu aydınlatma belgesinde yer alan bilgilerin doğruluğuna güvenerek yatırım yaptığı durumlarla sınırlıdır. Nitekim SPKn m. 32 uyarınca gerçek ve doğru bilginin ortaya çıkması sonucu sermaye piyasası aracının değeri düşmüş, ancak yatırımcının bu aracı sattığı sırada dış etkenler sonucu piyasa fiyatı yeniden yükseldiği için yatırımcının malvarlığında bir azalma olmamışsa, burada yine zarardan bahsedilemeyecektir.¹³⁵⁰ Özellikle Alman hukukunda tartışılan ve normatif zarar olarak adlandırılan kavram uyarınca, yatırımcının, elindeki sermaye piyasası aracının fiyatının hukuka aykırı açıklamalar sonucu düşmesi sonucu bu aracın uğradığı değer

¹³⁴⁶ Manavgat (Halka Arz), s. 255.

¹³⁴⁷ Kara (Sorumluluk), s. 150; Uçar, s. 124.

¹³⁴⁸ İnceoğlu, s. 134.

¹³⁴⁹ İnceoğlu, s. 134.

¹³⁵⁰ Kara (Sorumluluk), s. 150; Manavgat (Halka Arz), s. 256.

kaybı, Türk hukukundaki zarar kavramına girmemektedir. Malvarlığında herhangi bir azalma belirtisi görülmemesine rağmen yatırımcının elindeki sermaye piyasası aracının değerinde meydana gelen geçici azalmalar, eğer yatırımcı ters işlem yaparak gerçek bir zarara uğramadıysa, SPKn'na göre tazmin edilememelidir. Sonuç olarak sermaye piyasası hukukunda zarar kavramı genel hükümlere nazaran daha dar kapsamlıdır.

çç. Nedensellik Bağı

aaa. Genel Düzen

Yatırımcının, kamuyu aydınlatma belgelerindeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler dolayısıyla maddi zarara uğramış olması yani bu belgelerde bulunan bilgilerin niteliği ve zarar arasında nedensellik bağı bulunmalıdır. Özellikle piyasada, sermaye piyasası aracının değerini etkileyen birçok faktör düşünüldüğünde yatırımcının zararının aslında kamuyu aydınlatma belgesindeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklandığını ispatlaması gerekli ve önemlidir.

Buradaki nedensellik bağına ikiye ayırarak incelemekte fayda vardır: Öncelikle yanlış, yanıltıcı veya eksik açıklanan bilgiler sebebiyle bir sermaye piyasası aracının fiyatının etkilendiğinin; açıklanan hukuka aykırı bilginin, yatırımcının yatırım kararını etkilediğinin veya yatırım kararının verilmesine sebep olduğunun (işlem nedenselliği: *transaction causation*) ve sonrasında da somut olaya göre bu hukuka aykırılık sonucunda fiyatlardaki düşüşün veya yükselişin de yatırımcının zararına sebep olduğunun (zarar nedenselliği: *loss causation*) ispatlanması gerekir. Bu unsurun ispatlanması yatırımcı açısından oldukça zor olduğu için ABD içtihat hukukunda nedensellik kavramının gelişiminin incelenmesi, Türk hukukuna da yol gösterici olacaktır.

Nedensellik bağının uzun zamandır tartışıldığı ABD hukukunda ilk olarak, piyasa hilesi davasında, önceden yapılmış açıklamaların hukuka aykırı olduğunu kanıtlamak üzere olayların sonradan geriye dönük olarak bu amaçla kullanılmasına ilişkin oluşturulan bir kavram (*fraud by hindsight*) kullanılmıştır.¹³⁵¹ Ardından da Federal Yüksek Mahkemede benzer anlamda bir kavram olarak nedensellik karinesi (*causation by presumption*) tartışılmıştır.¹³⁵²

Piyasa hilesi (*fraud on-the-market*) teorisinin kabul edildiği davalarda nedensellik bağının varlığının ispatlanmasının gerekmediği görülmektedir.¹³⁵³ Çünkü bu teoriye göre, piyasa, hazırlararası sözleşme görüşmelerindeki taraflarca yapılan değerlendirme sürecini gerçekleştiren bir aracı gibidir ve açıklanan tüm bilgiler gözönüne alındığında bir menkul kıymetin gerçek değeri, piyasa değerine eşittir.¹³⁵⁴ Bu teori, ABD modelinde var olan sınıf davalarının mahkemelerce tasdik edilmesi amacıyla (*certification of the class*) gereken güven koşulunun (*reliance*) önündeki ispat engelini kaldırmak için geliştirilmiştir.¹³⁵⁵ Burada, davacı yatırımcının, hukuka aykırı açıklamadan birebir haberdar olduğunu ve ona güvenerek yatırım kararı verdiğini kanıtlamasına gerek olmaksızın; yatırımcının piyasa fiyatının bütünlüğüne güvenmiş olması yeterlidir.¹³⁵⁶

¹³⁵¹ U. S. Court of Appeals, *Denny v. Barber*, 576 F.2d 465 (2d Cir. 1978), s. 470, (<<https://casetext.com/case/denny-v-barber>>, Erişim Tarihi: 19.04.2019).

¹³⁵² *Coffee*, s. 533.

¹³⁵³ *Golding*, s. 409; *Khoo*, s. 65; *Enriques/ Hertig/ Kraakman/ Rock*, s. 260.

¹³⁵⁴ U. S. District Court, N. D. Texas, Dallas Division, *In re LTV Securities Litigation*, 88 F.R.D. 134 (ND Tex. 1980), s. 143, (<<https://casetext.com/case/in-re-ltv-securities-litigation>>, Erişim Tarihi: 13.03.2018).

¹³⁵⁵ *Fischel*, s. 908.

¹³⁵⁶ *Fischel*, s. 908; *Enriques/ Hertig/ Kraakman/ Rock*, s. 260.

Piyasa hilesi teorisinin uygulandığı *Basic* davasında¹³⁵⁷ etkin piyasa teorisindeki yarı güçlü piyasa modelini¹³⁵⁸ benimseyen mahkeme, ihraççının kamuya yanlış bilgi vermesi sonucunda zarara uğrayan yatırımcının nedensellik bağıını kanıtlamasına gerek olmadığını belirtmiştir. Burada mahkeme, esaslı bilgiler başta olmak üzere kamuya açıklanan tüm bilgilerin fiyatlara yansıtacağını, hatta fiyatların ihraççının kamuya açıkladığı yanlış bilgileri de doğrudan yansıtacağını belirtmiştir.¹³⁵⁹ Dolayısıyla yatırımcıların bu bilgilere güvenerek yatırım kararı verdiklerini düşünen mahkeme, aksi ispatlanabilir bir güven karinesini (*presumption of reliance*) uygulamış ve yatırımcıların lehine karar vermiştir.

Mahkemeye göre piyasadaki fiyatlara yön verenler profesyonel yatırımcılardır ve eğer bu yatırımcılar, açıklanan bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasına rağmen, başka kaynaklardan öğrenmeleri sonucu gerçeğe bir şekilde hakimlerse, bu yanlışlık, yanıltıcılık veya eksiklik esaslı bile olsa fiyatlar açıklama yükümlüsünün yanlış beyanlarından etkilenmez.¹³⁶⁰ Bu davayı gören Temyiz Mahkemesi, nedensellik karinesinin uygulanması için davacı yatırımcının bazı hususları ispatlaması gerektiğini belirtmiştir: Yükümlü ortaklık tarafından gerçeğe aykırı açıklama yapıldığının, bu açıklamaların makul bir yatırımcıyı yanıltabilecek kadar esaslı olduğunun ve bu açıklamaların yapılması ile gerçek

¹³⁵⁷ Basic Davası, s. 243, 245 ve 246.

¹³⁵⁸ Bu teoride güçlü, yarı güçlü ve zayıf modeller, sadece deneysel test olarak geliştirilmişken, zamanla bu modellerin, piyasaların bilgiyi yansıtma hızına göre yapılan bir ayrıma dönüşmüş ve piyasaların türleri gibi algılanmaya başlamıştır, bu yöndeki bir eleştiri için bkz. Gilson/Kraakman (*Mechanisms*), s. 556.

¹³⁵⁹ Basic Davası, s. 247.

¹³⁶⁰ Mahkeme burada ‘truth-on-the-market’ teorisini de uygulamıştır, bkz. Basic Davası, s. 247-248; Fischel, s. 909.

bilginin ortaya çıktığı zamana kadar geçen sürede davacının menkul kıymetin ticaretini yaptığının ispatlanması gerekir.¹³⁶¹

Basic davasındaki karşı oy yazısında nedensellik bağının kurulması için karineten kabul edilen gerçeğe aykırı bilgiye yatırımcının gerçekten güvendiği hususunun aksinin ispatlanmasına izin verilmesi gerektiği; aksi halde ilgili mevzuat hükmünün yatırımcının güvence planı haline geleceği savunulmuştur.¹³⁶² Nitekim hukuka aykırı açıklama yapılması ile yatırımcının yatırım kararı vermesi veya satış yapması arasında var olan bağlantının kopması hallerinde güven karinesi çürütülmüş olacaktır (*plurality opinion*).¹³⁶³ Bu durumlara örnek olarak; doğru bilginin başka kaynaklardan erişilebilir olması halinde piyasa fiyatının yapay olarak yükselmediği durumlar veya yatırımcının piyasa fiyatından bağımsız olarak söz konusu sermaye piyasası aracının ticaretini yapması gibi durumlar gösterilebilir.

Piyasa hilesi teorisinde sadece söz konusu güven koşulunun ispatlanması kolaylaştırılarak bir güven karinesinin ve dolayısıyla nedensellik bağının oluşturulduğu; aksi halde teorinin maddi gerçekliğe ilişkin bir varsayımda veya iddiada bulunmadığı ileri sürülmüştür. Yani davacı yatırımcının hala uyumsuzluk konusu açıklamanın hukuka aykırı olduğunu ve fiyatların bundan nasıl etkilendiğini ispat etmesi gerektiğinden, bu karine, yatırımcı güvence planı olarak algılanamayacaktır.¹³⁶⁴

¹³⁶¹ *Basic Davası*, s. 750.

¹³⁶² *Basic Davası*, bkz. *Dissenting Opinion of Justice White and O'Connor, Part I-A*; bu tür bir sigortanın ise Federal Yüksek Mahkeme yerine ancak ve sadece Kongre tarafından yapılması gerektiği ileri sürülmüştür, *Part I-B*.

¹³⁶³ Fischel, s. 918.

¹³⁶⁴ Fischel, s. 919.

Apple davasında¹³⁶⁵ mahkeme piyasa hilesi teorisini benimseyerek zarar gören davacı yatırımcıların, yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiye gerçekten güvenmiş olmaları gerektiğini belirtse de, bu bilginin zarar görmelerine neden olduğuna yönelik nedensellik bağının kanıtlanmasına gerek duymamıştır. Mahkemeye göre piyasaya açıklanan hukuka aykırı bilgi zaten fiyatlara yansiyacaktır ve piyasa katılımcılarının bundan haberi olmasa da piyasanın bütünlüğü ve fiyatların menkul kıymetlerin değerinin güvenilir bir göstergesi olması dolayısıyla zarar görmüş olacaktırlar.¹³⁶⁶

Dış etkenlerin varlığı, zararın belirlenmesi anlamında fiyattaki değişimi etkisiz kılabilceği gibi fiyattaki dalgalanmaları artırabilir. Özellikle birincil piyasadaki halka arzlarda, izahnamede hukuka aykırı bir bilginin bulunması halinde, bu tür bir bilgi, sermaye piyasası aracının fiyatını doğrudan ve büyük olasılıkla da tek başına etkileyebilir; ancak ikincil piyasalarda durum farklı olabilir. Halka arzdan sonraki dönemde sermaye piyasası aracının ikincil piyasalarda satımının yapılmasında izahnameden ziyade başka etkenler fiyatı, dolayısıyla yatırım kararını etkilemektedir.

Sonuç olarak ABD hukukunda yapılan ve içtihatlarla benimsenen nedensellik karinesi tartışmalarından faydalanmak,¹³⁶⁷ sermaye piyasası aracının fiyatındaki dalgalanmanın ne kadarının hukuka aykırı bilgilendirmeden kaynaklandığını tespit etmek ve tazminatın belirlenmesi açısından şüphesiz oldukça gereklidir. Bu noktada Türk hukukunda SPKn m. 32/4'teki şartlar sağlandıysa geçerlilik süresi boyunca

¹³⁶⁵ U. S. Court of Appeals, *In re Apple Computer Securities Litigation*, 886 F.2d 1109 (9th Cir. 1989), cert. denied, 496 U. S. 943 (1990), (<<https://casetext.com/case/in-re-apple-computer-securities-litigation>>, Erişim Tarihi: 17.06.2019).

¹³⁶⁶ *Apple Kararı*, s. 1114.

¹³⁶⁷ Nedensellik bağı karinesi ve piyasa hilesi kuramının Türk hukuku açısından tartışılması ve uygulanabilirliği için ayrıntılı bilgi için bkz. *Manavgat (Manipülasyon)*, s. 199 vd.

izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden dolayı sorumluluk doğacaktır.¹³⁶⁸

bbb. Sermaye Piyasası Kanunundaki Nedensellik Bağı Karinesi

Nedensellik bağına ispat yükü, kural olarak zarar gören davacı yatırımcı üzerindedir. Kamuya açıklanan bir bilginin gerçeğe aykırı yani yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunun makul bir yatırımcı tarafından ispatlanmış olması, gerçeğe aykırı bilgi dolayısıyla sermaye piyasası aracının fiyatının değiştiğinin ve nihayetinde yatırımcının zarar gördüğünün ispatlandığı anlamına gelmez.¹³⁶⁹ Nitekim aradaki nedensellik bağına kanıtlanmaması halinde, kural olarak tazminat davasının reddi söz konusu olacaktır.¹³⁷⁰ Burada hukuka aykırı yapılan açıklama sebebiyle söz konusu satış işleminin yapıldığı (*reliance/ transaction causation*: işlem nedenselliği) ve bu işlem sonucunda yatırımcının zarara uğradığı (*loss causation*: zarar nedenselliği) hususları olmak üzere davacı her iki nedensellik bağına da kanıtlamak zorundadır. Ancak Türk hukuku açısından SPKn m. 32/4'te belirlenen dönemlerde yapılacak alım veya satımlarda işlem nedenselliğinin, borsadaki fiyatların gösterge işlevi ve piyasa düzeni kapsamında bulunan güven nedeniyle yatırımcının bu borsada işlem yapması suretiyle kanıtlandığının kabulü gerekir.¹³⁷¹

Nedensellik bağına ispatına ilişkin zorunluluk, ABD hukukunda 1934 tarihli Kanun §21D(b)(4) hükmüne göre açılan bir tazminat davasında, davacı yatırımcı

¹³⁶⁸ Manavgat (Halka Arz), s. 256. SPKn m. 32/4'teki şartların açıklaması için bkz. aşağıda. 'Sermaye Piyasası Kanunundaki Nedensellik Bağı Karinesi' başlığındaki açıklamalar.

¹³⁶⁹ Newman/ Herrmann/ Ritts, s. 587.

¹³⁷⁰ McGonigle v Combs, 968 F.2d 810 (9th Circuit); cert. dismissed, 113 S. Ct. 399 (1992), s. 820. Bu davada mahkeme davacıları sınıf tasdiki vermemiş ve davayı reddetmiştir.

¹³⁷¹ Manavgat (Halka Arz), s. 243.

tarafından yerine getirilmelidir. ABD hukukundaki bu hüküm, zarar nedenselliğine atıf yapmaktadır ve buna göre bir ihraççının finansal durumunu yanıltıcı şekilde açıklayan kişi, bu durumun anlaşılması üzerine zarara uğrayan yatırımcıya karşı sorumludur.¹³⁷² Ancak bu durum piyasada sonradan yapılması gereken bir düzeltici açıklamaya (*corrective disclosure*) ihtiyaç duyar ve burada sadece hukuka aykırı yapılan açıklama ile fiyatların etkilendiğine ilişkin nedensellik bağının kanıtlanması yetersizdir.¹³⁷³

Nedensellik bağı konusu ayrıntılı şekilde 2005 tarihinde *Dura* davasında¹³⁷⁴ tartışılmıştır. Söz konusu davada, Şubat 1998 tarihinden önce *Dura* anonim ortaklığı, kendi geliştirdiği bir astım ilacının dağıtım cihazına ilişkin patentinin, FDA tarafından kabul edilmesini beklediklerini ve ilaç satışlarının karlı olacağını açıklamıştır. Ancak Şubat 1998 tarihinde satışlarının bekledikleri kadar karlı olmayacağını açıkladıklarında paylarında %47'lik bir düşüş meydana gelmiştir. Ortaklık, Kasım 1998'de ise patentlerinin FDA tarafından reddedildiğini açıklamış; paylarının fiyatları sonraki gün geçici olarak düşse de neredeyse tamamen eski seyrine gelmiştir. Belirli sınıf yatırımcılar, *Dura*'nın borsada yükselen paylarını Nisan 1997 ve Şubat 1998 tarihleri arasında satın aldıktan sonra fiyatların şişirildiğini öğrendiklerini ve bu şekilde yapay olan yüksek fiyattan *Dura* paylarını satın aldıkları için zarara uğradıklarını iddia etmişlerdir.¹³⁷⁵ Bölge mahkemesi, yatırımcı sınıfının ekonomik zarar ile hukuka aykırılık

¹³⁷² Restatement (Second) of Torts, §548A, Comment b.

¹³⁷³ Coffee, s. 545.

¹³⁷⁴ Bkz. U. S. Supreme Court, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v Michael Broudo*, 544 U.S. 336 (2005) (<<https://casetext.com/case/dura-pharmaceuticals-inc-v-broudo-5>>, Erişim Tarihi: 14.12.2016).

¹³⁷⁵ *Dura Kararı*, 544 U.S. 336 (2005), s. 336.

arasındaki nedensellik bağımlı kanıtlayamadığından bahisle¹³⁷⁶ davacıları haksız bulmuş ve *Dura*'nın Kural 12 (b)(6)'ya dayalı iddiasını kabul etmiştir.

Bunun üzerine dava, Bölge Temyiz Mahkemesinin 9. Dairesinin önüne gelmiş ve hakim, davacı yatırımcıların kamuya yapılan yanlış, yanıltıcı ve eksik açıklamalar sonucu payları satın aldıkları tarihte fiyatların yapay olarak yüksek olduğunu kanıtlamaları halinde nedensellik bağımlı kurulmuş sayılacağını ve doğru bilginin piyasaya sunulmasının ardından meydana gelen zararlarının tazmin edileceğini belirtmiştir.¹³⁷⁷ Yani mahkeme zararın doğmasını, payların satın alındığı anda nedensellik bağımlı farazi olarak ispatlanabilmesine bağlamıştır.¹³⁷⁸ Dava, Bölge Temyiz Mahkemesinin ekonomik zarar ve zarar nedenselliği kavramlarını yanlış yorumladığı gerekçesiyle kararını bozan Federal Yüksek Mahkemeye intikal etmiştir. Federal Yüksek Mahkeme, ancak genel hükümlere göre nedensellik bağımlı davacı tarafından ispatlandığı durumlarda diğer şartların da varlığı halinde tazminata hükmedilebileceğini belirtmiştir.¹³⁷⁹

Federal Yüksek Mahkeme bu davada, satın alma gününde pay fiyatlarının hukuka aykırı açıklama sebebiyle yapay şekilde yüksek olduğunun iddia edilmesinin ve kanıtlanmasının zarar nedenselliğinin de kanıtlandığı anlamına gelmeyeceğine hükmetmiştir.¹³⁸⁰ Normal bir piyasa hilesi iddiası görülürken yapay olarak yüksek

¹³⁷⁶ U. S. District Court, D. California, *In re Dura Pharmaceuticals, Inc. Sec. Litig.* 452 F. Supp. 2d. 1005, (S.D. Cal. 2006), s. 1014-1015, (<<https://casetext.com/case/in-re-dura-pharmaceuticals-2>>, Erişim Tarihi: 25.06.2016); *Dura Kararı*, 544 U.S. 336 (2005), s. 340.

¹³⁷⁷ U. S. Court of Appeals, *Broudo v. Dura Pharms., Inc.*, 339 F. 3d. 933, s. 939 (9th Cir. 2003), (<<https://casetext.com/case/broudo-v-dura-pharmaceuticals-inc#p938>>, Erişim Tarihi: 25.06.2016).

¹³⁷⁸ *Manavgat (Halka Arz)*, s. 240.

¹³⁷⁹ *Dura Kararı*, 544 U.S. 336 (2005), s. 342-346.

¹³⁸⁰ *Dura Kararı*, 544 U.S. 336 (2005), s. 341-342.

fiyattan alım yapılması tek başına ekonomik zarara sebep olmayacaktır. Federal Yüksek Mahkemeye göre sadece mantıken bile, yatırımcı satın alma anında zarara uğramaz; çünkü yapay yüksek fiyattan alım yapılmasından doğabilecek muhtemel zarar, o anda satın alınan eşdeğer bir varlığa sahip payların mülkiyeti ile dengelenmiştir.¹³⁸¹ Diğer taraftan yapay olarak yüksek bir fiyattan menkul kıymetin satın alınması ile ekonomik zararın varlığı, aradaki nedensellik bağıını doğrudan kanıtlamaz, nitekim değişen ekonomik koşullar, yatırımcı beklentileri vb. satın almadan sonra meydana gelen bazı olaylar, zarara sebep olmuş olabilir.¹³⁸²

Piyasa hilesi teorisinin benimsendiği davalarda güven karinesinin sorumluluk açısından kabul edilmesi halinde, nedensellik bağıının ispatlandığı da kabul edilecektir. Çünkü bu teori, etkin olması gereken ancak olmayan bir piyasada yatırımcının işlem yapmasıyla zarara uğradığını ve zarar nedenselliğinin kurulduğunu kabul eder. Gerçeğe aykırı yapılan açıklama sonucunda söz konusu işlemin yapılması arasındaki nedensellik bağıının (işlem nedenselliği) ispatlanması ile gerçeğe aykırı açıklamanın esaslı nitelikte olduğunun ispatlanmasının piyasa hilesi teorisine dayanan davalar açısından pratikte benzer olduğu ileri sürülmüştür.¹³⁸³ Buna göre gerçeğe aykırı açıklama, sermaye piyasası aracının fiyatını değiştirmiyorsa bu açıklama esaslı değildir; çünkü bu açıklama profesyonel müşterilerin sermaye piyasası aracına ilişkin değerlendirmelerini etkilememiştir.¹³⁸⁴

¹³⁸¹ Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 342.

¹³⁸² Dura Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 342-343.

¹³⁸³ Newman/ Herrmann/ Ritts, s. 589.

¹³⁸⁴ Newman/ Herrmann/ Ritts, s. 589.

Halliburton II davasında mahkeme, sınıfın onaylanması aşamasında davalıların, bilginin fiyat üzerindeki etkisine yönelik kanıt sunmaları sonucunda piyasa hilesi teorisinde var olan güven karinesinin çürütüleceğini belirtmiştir.¹³⁸⁵ Nitekim her bir yatırımcının kamuyu aydınlatma belgesini okuduğunu tek tek ispat etmesinin istenmesi, Kural 23(b)(3) hükmünde yer alan sınıf davasının kabul edilmesi mantığına aykırı olacaktır.¹³⁸⁶ Bu açıdan yanıltıcı açıklamadan etkilenmiş olabilecek fiyattan satış yapan tüm yatırımcıların tazmin edilmesine izin veren 1934 tarihli Kanun §18 hükmünün o dönemdeki taslağı, Kongre görüşmelerinde eleştirilmiş ve daha sağlam bir güven şartının belirlenmesi gerektiği savunulmuştur.¹³⁸⁷ Nitekim yatırımcı, gerçeğe aykırı açıklamaya güvendiğini ispatlamadan zararını tazmin edebilirse, o zaman kimsenin kamuya yapılan açıklamalara dikkat etmesine gerek kalmaz.¹³⁸⁸

Genel hükümler uyarınca¹³⁸⁹ ve doktrindeki yazarlara göre, zarar nedenselliğinin sadece iddia edilmesinden kanıtlanması gerekmektedir. Menkul kıymet hilesi davaları (*securities fraud cases*), davacının doğruyu bilseydi farklı şekilde hareket edeceği veya hiçbir işlem yapmayacağını, ayrıca gerçekten ekonomik bir zarara uğradığını kanıtlanmasının gerektiği *common law* hile davalarına benzetilmektedir.¹³⁹⁰ Bu görüş, federal sermaye piyasası hukukunun yatırımcıyı gerçeğe aykırı açıklamaların fiilen

¹³⁸⁵ Halliburton II Davası, s. 2417. Miller, bunun sonucunda da davacıların sınıfın tasdikine yönelik şanslarının azalacağı ve bu ön aşamanın mini bir dava niteliği kazanacağı belirtmiştir, s. 68-69. Yazar ayrıca alternatif olarak dava öncesinde ihraççı ile uzlaşma yönteminin tercih edilip yatırımcının daha az miktarda tazminatlara razı geleceğini ileri sürmektedir, s. 69.

¹³⁸⁶ Basic Davası, s. 242; Halliburton II Davası, s. 2408.

¹³⁸⁷ Stock Exchange Practices, Hearings on S. Res. 84, 56 and 97 before Senate Committee on Banking and Currency, 73d Cong., 2d Sess., Pt. 15, s. 6638 (1934) (Statements of Richard Whitney, President of the NYSE regarding the Section 17 of the Act).

¹³⁸⁸ Black, B.: *Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, North Carolina L. Rev. 1984, V. 62, N. 3, s. 457-459.

¹³⁸⁹ Restatement (Second) of Torts §548A comment b, s. 107 (1997); Arganbright, s. 284.

¹³⁹⁰ Arganbright, s. 284.

sebepler olduğu ekonomik zararlara karşı koruma amacına da uygun bir standart ortaya koymaktadır.¹³⁹¹ Bu grşten hareketle, PSLRA, menkul kıymet hilesi davalarında, davacıların, hukuka aykırı açıklamayı karakteristik özellikleriyle iddia etmesini ve davalının hukuka aykırı açıklamalarının ekonomik zarara uğramasına sebep olduğunu kanıtlanmasını gerektirir.¹³⁹²

Federal Yüksek Mahkemenin *Dura* kararından sonra Kural 10b-5'e dayanan menkul kıymet hilesi davasında davacının zarar nedenselliği için ne tür özel olguları ispatlaması gerektiği ve bu ispatta gclendirilmiş herhangi bir standardın uygulanıp uygulanmayacağı sorunları çözümsüz kalmış ve sonraki mahkemeler *Dura* kararını yorumlamıştır.¹³⁹³ Birkaç ay sonra bir bölge mahkemesi, XL Capital Ltd. ortaklığının finansal durumuna ilişkin hukuka aykırı açıklamalarından sonra pay fiyatlarının yapay bir şekilde yükseltildiği, ancak düzeltici açıklamadan sonra düşen fiyatların kısa sürede neredeyse eski haline döndüğü *Malin* davasında¹³⁹⁴ *Dura* kararı yorumlanmıştır. Davalıların düzeltici açıklamadan birkaç ay sonra fiyatların eski seyrine geldiğini kanıtlanması üzerine, mahkeme ekonomik zarar gerçekleşmeksizin oluşan fiyat dalgalanmaları ile satın alma tarihindeki yapay yüksek fiyattan alım yapılmasının ekonomik zarar olarak reddinin, işlevsel olarak eşdeğer olduğunu belirtmiştir.¹³⁹⁵ Türk hukukunda da bir kimsenin malvarlığında azalmanın oluşmadığı hallerde zararın

¹³⁹¹ Arganbright, s. 284; *Dura* Kararı, 544 U.S. 336 (2005), s. 345.

¹³⁹² 15 U.S.C. §78u-4(b)(1) ve §78u-4(b)(3) (2010). Ayrıca FRCP §9(b) uyarınca davacı, dolandırıcılığa sebep olan durumları karakteristik özellikleriyle kanıtlamalıdır.

¹³⁹³ Arganbright, s. 285.

¹³⁹⁴ U. S. District Court, D. Connecticut, *Malin et al v XL Capital Ltd. et al*, Civil No. 3:03cv2001 (PCD), s. 3, (<<https://reinsurancefocus.com/uploads/MalinXLCapital.pdf>> Erişim Tarihi: 29.03.2019).

¹³⁹⁵ *Malin* Kararı, s. 4.

doğmadığı kabul edilir, dolayısıyla *Malin* mahkemesinin yapmış olduğu yorum, Türk hukuku açısından da geçerlidir.

Sonraki tarihli başka bir davada, satın alma tarihinde yapay yüksek fiyattan alım yapılmasına rağmen düzeltici açıklamadan sonra fiyatların düşük olduğu dönemde payları satmayıp elinde tutan yatırımcıların, sonradan fiyatların eski yüksek seyrine ulaşması sonucu yatırımcının hiçbir ekonomik zarara uğramadığına hükmedilmiştir.¹³⁹⁶ Düzeltici açıklamadan sonra payları elinde tutan yatırımcıların daha sonra fiyatlar tekrar eski seyrine ulaştığı halde ekonomik zarara uğradığını iddia etmesi halinde, ortada fiilen bir zarar olmadığı için söz konusu bu paylar, zarar hesaplamasında dikkate alınmayacaktır. Ancak mahkeme bu noktada PSLRA'nın veya *Dura* kararının, Kural 10b-5'e dayanan menkul kıymet hilesi iddiasında bulunmak için bir payın satılması zorunluluğuna ilişkin kural getirmediğini vurgulamıştır.¹³⁹⁷ Yine de bu hususun, davacıyı ekonomik zararını kanıtlaması zorunluluğundan kurtarmadığı açıktır.

Sonuç olarak mahkeme, pay fiyatlarının, düzeltici açıklamadan sonra satın alma fiyatına eşit veya ondan yüksek bir seyre ulaştığı tarihten de sonra payları elinde bulunduran davacının, davalının iddia edilen hukuka aykırı açıklaması sonucu bir ekonomik zarara uğradığını kanıtlamayacağına hükmetmiştir.¹³⁹⁸ Nitekim *Ross* davasını gören mahkeme tarafından, davalının düzeltici açıklamasından sonra kar elde

¹³⁹⁶ U. S. District Court, S. D. New York, *In re Veeco Instruments, Inc. Sec. Lit.*, 434 F. Supp. 2d 267, (S.D.N.Y. June 28, 2007), (<<https://www.courtlistener.com/opinion/2428195/in-re-veeco-instruments-inc-securities-lit/>> Erişim Tarihi: 20.06.2018).

¹³⁹⁷ *Veeco Kararı*, s. 7.

¹³⁹⁸ *Veeco Kararı*, s. 7. Benzer bir karar için bkz. U. S. District Court, N. D. Georgia Atlanta Divison, *In re Immucor, Inc. Sec. Lit. No. 1:09 CV 2351 TWT*, 2011 WL 3844221, s. 2-3 (N.D. Ga. Aug. 29, 2011), (<<https://casetext.com/case/in-re-immucor>> Erişim Tarihi: 24.10.2018).

etmek için davacı yatırımcı, bir payı satabilirse ancak yine de elinde tuttuysa artık onun ekonomik zararını kanıtlayamayacağı yorumu ile bu hüküm desteklenmiştir.¹³⁹⁹

Bir payın satın alma tarihindeki fiyatına ve hatta onun da ötesine ulaşması halinde davacının mantıken zararını kanıtlayamayacağı da burada savunulmuştur.¹⁴⁰⁰ Ayrıca bu yorum, zararın doğduğu ana ve hesaplanmasına ilişkin Türk hukukunda benimsenen ters işlem görüşü uyarınca bir sermaye piyasası aracının ters işleminin yapılması ile zararın doğduğu anlayışına da uygun bir sonuçtur.

2011 tarihli başka bir davada da bölge mahkemesi, daha önceki içtihatlarla uygun olarak, davacı yatırımcının hala elinde bulunan paylarının davalı ortaklığın düzeltici açıklamalarından sonra pay başına satın alınan bedele ulaşmasından sonra söz konusu payların kar elde etmek amacıyla herhangi bir zamanda satılabileceğini belirterek davacının ekonomik zarara uğradığı iddiasını reddetmiştir.¹⁴⁰¹ Bu davadaki baş davacı *Acticon*'un temyiz başvurusunda bulunduğu 2. Daire, ilk olarak 1934 tarihli Kanun §10(b) hükmüne göre açılan davalarda şimdiye dek ekonomik zararın belirlenmesi için 'fark' (*out of pocket*) standardının kullanıldığını, nitekim Federal Yüksek Mahkemenin de bu yönde uygulamaları olduğunu¹⁴⁰² belirtmiştir.¹⁴⁰³

¹³⁹⁹ U. S. District Court, D. Columbia, *Ross v Walton*, 668 F. Supp. 2d 32, s. 43 (D.D.C. 2009), (<<https://casetext.com/case/ross-v-walton>> Erişim Tarihi: 05.09.2018).

¹⁴⁰⁰ *Ross Kararı*, s. 43.

¹⁴⁰¹ U. S. District Court, S. D. New York, *In re China North East Petroleum Holdings Ltd. Sec. Lit.* 819 F. Supp. 2d 351, s. 353 (S.D.N.Y. 2011), (<<https://casetext.com/case/in-re-china-north-east-petroleum-holdings-ltd-sec-litig?>> Erişim Tarihi: 04.01.2019).

¹⁴⁰² Bkz. U. S. Court of Appeals, *Ute Citizens v United States*, 406 U.S. 128, s. 155 (10th Cir. 1972), (<<https://casetext.com/case/affiliated-ute-citizens-of-utah-v-united-states-8212-78>> Erişim Tarihi: 07.01.2019).

¹⁴⁰³ U. S. Court of Appeals, *Acticon AG v China North East Petroleum Holdings Ltd.*, 692 F.3d 34, s. 38 (2nd Cir. 2012), (<<https://casetext.com/case/acticon-ag-v-china-n-e-petroleum-holdings-ltd?>> Erişim Tarihi: 10.02.2019).

Mevzuat hükmü, daha açık bir şekilde bir davacının zararı, ödemiş olduğu fiyat ile son düzeltici açıklamayı takip eden 90 gün içinde o menkul kıymetin işlem gördüğü geçerli fiyat arasındaki farkı aşamayacağını belirtmektedir.¹⁴⁰⁴ Temyiz Mahkemesi, bu iki sebeple bölge mahkemesinin, *Dura* kararının yanlış yorumlandığı *Malin* kararına dayanmasını uygun görmemiştir ve bir payın değerinin belirli süre sonra tekrar eski seviyesine yükselmesi ile değerini hiç kaybetmeyen bir payın yapay olarak yüksek fiyatta sabit kalmasının aynı şeyler olmadığını belirtmiştir.¹⁴⁰⁵ İlk durumda bu süreçte başka zararlar oluşursa, bu zarar yine aynı dönemde edinilen kazanımlarla dengelenmiş olacağından bölge mahkemesinin *China North East Petroleum Holdings* lehine olan kararını bozmuştur.¹⁴⁰⁶ Ancak doktrinde bu karar, *Dura* kararı ile ilgili sermaye piyasası mevzuatını yanlış yorumlaması ve davacının, başka faktörlerin değil, davalının düzeltici açıklamalarının sonucunda ekonomik zararının oluştuğunu kanıtlaması kuralı ile bağdaşmadığı için eleştirilmiştir.¹⁴⁰⁷ Bu dava sonucunda bir menkul kıymeti yapay olarak yüksek fiyattan aldığını iddia eden ve fiyatların düzeltici açıklamadan sonra düştüğünü gösteren kanıtlara işaret eden her davacı, ekonomik zarar ve zarar nedenselliğini ileri sürebilecektir.¹⁴⁰⁸ Bu durumda menkul kıymetlerin fiyatları tamamen ilgisiz bir sebeple düşmüş olsa bile düzeltici bir açıklama ile beraber ileri sürüldüğünde ekonomik zarar ve zarar nedenselliğinin iddia edilmesi için yeterlidir.¹⁴⁰⁹

¹⁴⁰⁴ 15 U.S.C. §78u-4(e)(1). Söz konusu hüküm *bounce back* hükmü olarak adlandırılmaktadır.

¹⁴⁰⁵ Acticon Kararı, s. 41.

¹⁴⁰⁶ Acticon Kararı, s. 41.

¹⁴⁰⁷ Arganbright, s. 296-297.

¹⁴⁰⁸ Arganbright, s. 303.

¹⁴⁰⁹ Arganbright, s. 303.

Nedensellik karinesi görüşünü savunanlara göre hukuka aykırılığın esaslı olduğunu davacı iddia ediyorsa, aykırılığın, payların fiyatını da yükselttiğini ve dolayısıyla yatırımcıyı zarara uğrattığını varsaymak gerekmektedir.¹⁴¹⁰ Buradaki nedensellik karinesi, hukuka aykırı yapılan açıklamanın esaslı olduğu yatırımcı tarafından kanıtlandığı takdirde fiyatları bu açıklamanın etkilediğini varsaymaktadır; ki bu da, esaslılığın nedenselliği içine almasıdır.¹⁴¹¹ Çünkü bu görüşte, söz konusu bilgi esaslı bir bilgi ise, bu bilginin hukuka aykırı şekilde açıklanması veya hiç açıklanmaması fiyatları zaten etkileyecektir. Hal böyle iken yatırımcının piyasada sadece ciddi bir fiyat düşüşü olduğunu belirlemesi ve sebebinin de hukuka aykırı yapılan açıklama olduğunu veya açıklamanın hiç yapılmaması olduğunu ileri sürmesi, nedensellik bağına kanıtlanması için yeterli olacaktır.¹⁴¹² Ancak piyasadaki fiyat hareketlerinin, başka haberlerin çıkması, hükümetin bazı eylemleri veya piyasa dedikodularının çıkması gibi birçok sebebi olabilir.¹⁴¹³

Yatırımcıya kolaylık sağlamak adına, kamuyu aydınlatma belgesinde sadece yanlış, yanıltıcı veya eksik bilginin verilmiş olduğunun ispatının yeterli olmasını uygun gören görüşler doktrinde mevcuttur.¹⁴¹⁴ Zarar verici eylem ile zarar arasındaki nedensellik bağına kanıtlanma noktasında yaklaşık ispatın yeterli olması ve bu bağın kuvvetle muhtemel olmasının, ispat noktasında yeterli kabul edilmesi gerekmektedir.¹⁴¹⁵

¹⁴¹⁰ Fox (Causation), s. 520, dn. 52.

¹⁴¹¹ Coffee, s. 537.

¹⁴¹² Coffee, s. 537.

¹⁴¹³ Coffee, s. 546.

¹⁴¹⁴ Ünal (Aracı Kurumlar), s. 276.

¹⁴¹⁵ Tandoğan, yapmama suretiyle haksız fiil oluşturan insan davranışları için fiil ve zarar arasındaki illiyet bağına ispatı açısından mutlak ispatın gerekmemesini; zararın söz konusu fiilden kaynaklanmasının kuvvetle muhtemel olduğuna dair hakimde kanaat oluşmasının yeterli olduğunu

Buna göre bu eksik, yanlış ya da yanıltıcı bilginin yatırımcının zararına yol açtığına dair uygun nedensellik bağıını ispat etmek oldukça zordur.¹⁴¹⁶ Dolayısıyla SPKn m. 32/4'teki düzenleme uyarınca, yatırımcının yalnızca borsaya güvenerek işlem yapması dahi 'fiyatın gösterge etkisi' sebebiyle nedensellik bağıının varlığı için yeterli olmalıdır.¹⁴¹⁷ Ayrıca, piyasadaki fiyat dalgalanmalarının birçok sebebinin olabileceği unutulmamalıdır ve sorumluların fiyattaki bu değişimin, hukuka aykırı açıklama dışında başka bir sebepten kaynaklandığını ispatlaması daha doğrudur.¹⁴¹⁸

Nedensellik bağıının yatırımcı tarafından ispatının zorluğu düşünüldüğünde SPKn m. 32/4'te unsurları belirli bir adi nedensellik bağı karanesi getirilmiştir. İlk halka arzdan veya borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıkmasından hemen sonra satın alınması veya satılması halinde zarar ile kamuyu aydınlatma belgesi arasında nedensellik bağı kurulmuş sayılır; ancak bunun için bir zaman sınırlaması getirilmiştir: (i) yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgi içeren izahnamelerin geçerlilik süresi boyunca (ii) diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin ise kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra, bu satışın gerçekleşmesi gerekir. Yani izahnamenin geçerli olduğu 12 ay boyunca (SPKn m. 9), bu belgedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere güvenilerek yatırımcı tarafından yapılan işlemler için nedensellik bağı karanesi söz konusudur. Diğer kamuyu aydınlatma belgeleri açısından ise zararın,

ileri sürmüştür. Aynı mantık burada da uygulanabilir, bkz. Tandoğan, H.: Türk Mes'uliyet Hukuku, 2. Baskı, Vedat, İstanbul 2010, s. 17.

¹⁴¹⁶ İnceoğlu, s. 134, dn. 215; Adıgüzel, s. 37.

¹⁴¹⁷ Manavgat (Halka Arz), s. 243. Birleşik Krallık hukuku da nedensellik bağıının zarara uğrayan yatırımcı tarafından ispatlanmasını ve zararın, belgedeki eksik, yanlış veya yanıltıcı bilgi dolayısıyla meydana gelmesini aramaktadır. Dolayısıyla bu nedensellik bağıının ispatlanmasının teknik zorluğu sebebiyle mahkemeler önüne bu tür davaların az sayıda geldiği ve açılan davaların da uzlaşma yöntemiyle sona erdiği belirtilmektedir, Copeman, J. et al.: *Prospectus Liability in Europe and the U. S. Understanding the Issues*, PLC Global Counsel Magazine 2003, s. 44.

¹⁴¹⁸ Ayoğlu (İzahname), s. 646. Bu noktada kusur karanesinin öngörülmesinin SPKn'nun amacına daha uygun düşeceğine ilişkin olarak bkz. Ayoğlu (Halka Arz), s. 148.

gerçeğe uygun bilginin ortaya çıkmasından hemen sonra sermaye piyasası aracının alış veya satışının yapılmasıyla doğması gerekmektedir.

SPKn, ABD hukukunda çokça tartışılan işlem ve zarar nedenselliğinin ispatı konusunda yukarıdaki karineyi getirerek, zarar gören yatırımcının söz konusu süreler içerisinde kamuyu aydınlatma belgelerinde hukuka aykırı bir bilginin yer almasına güvenerek o sermaye piyasası aracını aldığını ve bu sebeple de zarara uğradığını varsaymıştır.¹⁴¹⁹ Hükümdeki “*hemen sonra*” ifadesi, sermaye piyasası aracının belirli bir süre sonra satılması üzerine meydana gelen zararlar açısından nedensellik bağı karinesinin uygulanmasına engeldir.¹⁴²⁰ Sonradan ortaya çıkan gerçeğe uygun bilginin sermaye piyasası aracına ait bilgi olmasına gerek olmaksızın hüküm, bilginin ortaya çıkmasından hemen sonra aracın satışı yapıp zararın meydana gelmesi halinde uygulanır.¹⁴²¹

Nedensellik bağı karinesine uygun olarak tazminat sorumlusuna, zararın kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasının dışında başka bir sebebe dayandığını ispatlama imkanı tanınmalıdır.¹⁴²² Piyasa hilesi teorisinin benimsendiği davalar açısından, davalı ortaklık gerçek bilginin de piyasada mevcut bulunduğunu kanıtlayarak sorumluluktan kurtulabilir.¹⁴²³

Bir uyuşmazlıkta, *Western Union* ortaklığı yıllık raporlarında ve izahnamesinde ortaklığın finansal durumunun iyi olduğuna yönelik açıklamalar yapmış olsa da kamuya açıkladığı diğer bazı belgelerde de finansal durumun iyi olmadığını ortaya koyan

¹⁴¹⁹ Önceki kanun döneminde de nedensellik bağının bu türünün ispatı açısından doktrinde yaklaşık ispatın yeterli olması gerektiği belirtilmiştir, bkz. Ayoğlu (İzahname), s. 643.

¹⁴²⁰ Kara (Sorumluluk), s. 153.

¹⁴²¹ Kara (Sorumluluk), s. 153; karşı. Günay, s. 22, dn. 16.

¹⁴²² Ayoğlu (Halka Arz), s. 148.

¹⁴²³ Newman/ Herrmann/ Ritts, s. 590.

açıklamalarda bulunduğu ifade edilmiştir.¹⁴²⁴ Bu durumuna yönelik haberlerin bile yapıldığını savunan ortaklık, piyasanın ve fiyatlara yön veren profesyonel yatırımcıların gerçek bilgidan haberdar olduğunu ve fiyatlar bu bilgiyi de yansıttığı için zararın doğmadığını iddia etmiştir. Ancak mahkeme, ortaklığın bu iddialarının kabulünün diğer piyasa katılımcılarına, kamuyu aydınlatmaya ilişkin federal kanunlarla bağlı olmadıklarına yönelik olumsuz mesaj vereceğini ve gerçek bilginin bir kısmının kamuyu aydınlatma belgelerinde açıklanmasının yeterli olmayacağını vurgulamıştır.¹⁴²⁵

SPKn m. 32/4'te getirilen karinenin zaman sınırı değerlendirildiğinde, bir sermaye piyasası aracının alış veya satışı söz konusu karinede öngörülen süreler içerisinde yapılmamış olabilir. Örneğin, 01.01.2020 tarihli ve hukuka aykırı bir bilginin bulunduğu izahname ile yapılan halka arzdan satın alınan bir tahvil, izahnamenin geçerlilik süresinden sonra, 05.05.2021 tarihinde satılmış olabilir. Bu durumda, yanlış, yanıltıcı ve eksik bilginin bulunduğu anlaşılan izahname dolayısıyla satın alınan tahvilin öngörülen sürelerde satışının (ters işlemin) yapılmaması, yatırımcının zarara kesin olarak katlanacağı anlamına gelmez.

SPKn m. 32/4'te yatırımcının nedensellik bağına kanıtlanması kolaylaştırılmış ve sadece maddede öngörülen zararlarının SPKn m. 32 uyarınca istenebileceği ortaya koyulmuştur. Ancak her bir sermaye piyasası işleminin özünde genel hükümlerde düzenlenen kurumlarla ifade edilebilen bir borç ilişkisi bulunmaktadır. Yatırımcı, genel hükümlere başvurarak ve artık oradaki hükümlerde bulunan unsurları ispatlayarak zararını tazmin edebilir. Bizim örneğimize göre ise, birincil piyasada hukuka aykırı bilgiler içeren

¹⁴²⁴ In re Western Union Securities Litigation, 120 F.R.D. 629 (D.N.J.1988), s. 638.

¹⁴²⁵ Western Union Davası, s. 638.

izahname dolayısıyla yapılan halka arzda tahvilin satın alınmış olması sebebiyle, bir sözleşme öncesi kusurdan söz edilebilecektir.¹⁴²⁶ Sonuç olarak SPKn m. 32/4'te düzenlenen nedensellik bağı karinesine girmeyen, ancak yatırımcının zararı ile hukuka aykırı kamuyu aydınlatma belgesi arasında hala uygun nedensellik bağının kurulabildiği durumlarda, yatırımcı genel hükümlere göre zararını tazmin edebilir.

dd. İzahnameye Özgü Ek Koşul: Zararın İhraççıdan Tazmin Edilememesi veya Edilemeyeceğinin Açıkça Anlaşılması

Kamuyu aydınlatma belgelerinden sadece izahname açısından SPKn m. 10 uyarınca yukarıda yer alan genel sorumluluk şartlarının yanı sıra ikinci derecede sorumlu olanlar için aranan özel bir koşul mevcuttur. Buradaki dereceli sorumluluk sistemine göre birinci derecede kusursuz olarak sorumlu bulunan ihraççıdan 'zararın tazmin edilememesi veya tazmin edilemeyeceğinin anlaşılması' halinde ikinci derecede sorumlu kişilere başvurulabilecektir. Kanun hükmünün bu lafzı AATUHK m. 35'te düzenlenen kamu borçlarından kanuni temsilcilerin sorumluluğuna ilişkin "... kısmen veya tamamen tahsil edilemeyen veya tahsil edilemeyeceği anlaşılan..." ifadesine oldukça benzemektedir.¹⁴²⁷

İkinci derecede sorumlu olanlardan tazminat istenebilmesi için gereken "zararın ihraççıdan tazmin edilememesi veya tazmin edilemeyeceğinin açıkça belli olması" koşulu olası iki durumu içerisinde barındırmaktadır: zararın ihraççıdan tazmin edilememesi veya bu zararın ihraççıdan tazmin edilemeyeceğinin bir şekilde açıkça belli olması. 2499 sayılı eSPKn'da da benzer şekilde zararın tamamının veya bir kısmının ihraççıdan tazmin

¹⁴²⁶ Kırca, s. 6; Manavgat (Halka Arz), s. 260.

¹⁴²⁷ Limited ortaklıklarda ortakların kamu borçlarından dolayı sorumluluğuna yönelik bilgi için bkz. Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar II), s. 466, para. 1709 vd.; ayrıntılı bilgi için bkz. Çamoğlu, E.: Limited Ortağın Sınırlı Sorumluluğu Prensibine Önemli Bir İstisna, AATUHK m. 35, İktisat ve Maliye Dergisi 1970, C. 16, S. 11, s. 426 vd.

edilememesi hali için ikinci derecede sorumlu olan aracı kuruma başvurulabileceği öngörülmüştü, ancak SPKn m. 10'da getirilen zararın ihraççıdan tazmin edilemeyeceğinin açıkça belli olması hali eSPKn'da öngörülmeyen bir durumdur.

SPKn m. 10/1 uyarınca zararının tamamının ya da bir kısmının ihraççıdan “*tazmin edilememesi*” hali, ihraççı ortaklığa karşı mahkemede dava açılması, dava sonucunda ise tazminata hükmedilmesi ve bu hükmün icrası için yapılan takibin semeresiz kalması sonucunda belirlenebilir bir olgudur. Yapılan bu takibin sonucunda, yatırımcının zararını kısmen veya tamamen karşılayamaması durumunda yatırımcı, icra dairesinden borç ödemedi aciz belgesi aldıktan sonra zararının tazmini için ikinci derecedeki sorumlulara başvurulabilecektir. Yatırımcının, ayrıca ihraççı ortaklığa karşı bir iflas davası açmasına gerek kalmadan veya ihraççı borca batırsa tasfiye beklenmeksizin, ortaklığın sona ermesi ile başvuru hakkını kullanması gerekir.¹⁴²⁸ Diğer taraftan ihraççı ortaklığın borca batık olmadığı halde sona erme sürecine girmişse, ortaklık alacaklarının tasfiye sırasında ödenmesi söz konusu olduğundan, tasfiye tamamlanmadan ikinci derecede sorumlulara başvurulması mümkün olmayacaktır.¹⁴²⁹

Zararın tamamının veya bir kısmının ihraççıdan “*tazmin edilemeyeceğinin açıkça belli olması*” halinin kapsamına ihraççı ortaklığın borca batık olması ihtimali kuşkusuz dahildir.¹⁴³⁰ Özellikle ihraççı ortaklığın borca batık olmadığı durumlarda, ihraççının mali durumunun zararı karşılamaya yetmeyeceği bir şekilde belli ise bu hususun yalnızca ileri sürülmesi yeterli olmayıp hakim tarafından tespiti, diğer sorumlulara başvurmak için

¹⁴²⁸ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 127-128; Uçar, s. 116.

¹⁴²⁹ Manavgat (Halka Arz), s. 237.

¹⁴³⁰ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 128.

yatırımcı açısından yeterli olmalıdır.¹⁴³¹ Nitekim bu hususun tespiti, tazminat talebi ile ortaklığın malvarlığı değerlerinin karşılaştırılmasını ve yargılamayı gerekli kılar.¹⁴³² Aksi halde tespiti objektif olarak zor olan bir durumun yatırımcı tarafından ispatlanması imkan dahilinde olmadığı gibi, ihraççıya karşı yapılan takibin sonuna kadar beklenmesi gerekemeyebilir. Nitekim AATUHK m. 35'in yorumu da bu yönde yapılmakta ve 'tahsil edilemeyeceğinin anlaşılması' koşulu için, AATUHK m. 54 vd. öngörülen cebri tahsil yollarının tamamının tüketilmesi aranmamaktadır.¹⁴³³ Örneğin ihraççıya karşı zaten takip yapılsa da bir sonuç elde edilemeyeceği, takip tamamlanmadan da belli olabilir. Bu durumda da aciz vesikası ya da onun yerine geçen herhangi bir belgenin alınmasını da yeterli kabul etmek gerekir; ihraççıya karşı iflas isteminde bulunulmasına veya ortaklık sona ermişse tasfiyenin sonun beklenmesine gerek duyulmamalıdır.¹⁴³⁴

Yatırımcının birinci derecedeki ihraççıdan karşılayamadığı alacak miktarını ikinci derecedeki sorumlulardan isteyebilmesi için ihraççıya karşı takip yaparken gereken özeni göstermiş olması gereklidir; ancak gereken özeni göstermemesi ve dolayısıyla tahsilat yapamaması sebebiyle, yatırımcı, ikinci derecedeki sorumlulara başvuru imkanını bu kusuru oranında kaybetmektedir.¹⁴³⁵ Dolayısıyla yatırımcı, süreci özenle takip etmediği örneğin süreleri kaçırdığı için ihraççıdan zararını tazmin

¹⁴³¹ Turan, s. 220, dn. 88.

¹⁴³² Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 128. Ayrıca somut olaya göre söz konusu karşılaştırma nesnel olarak öngörülebilsen, davacı yatırımcılar lehine koruma önlemlerinin alınması gerekir, Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 128.

¹⁴³³ Ayrıntılı bilgi için bkz. Geçer, A. E.: *Kanuni Temsilcilerin Amme Borçlarından Sorumluluğu: Kusurlu Sorumluluk v. Kusursuz Sorumluluk*, TBB Dergisi 2017, S. 129, s. 125 vd.

¹⁴³⁴ Manavgat (Halka Arz), s. 237; Çatakoğlu (Sorumluluk), s. 123; Üçışık/Çelik, s. 205; Üçışık, s. 61-62; İslamoğlu, s. 69. Burada kolektif ortağın ortaklık borçlarından dolayı sorumluluğuna ilişkin TTK m. 179/1 kıyasen uygulanabilir ve bu hallerde de ikinci derecede sorumlu olanlara başvurulabilir, Ayoğlu (İzahname), s. 642.

¹⁴³⁵ Ayoğlu (İzahname), s. 642-643; İnceoğlu, s. 137.

edememişse artık ikinci derecede sorumluların da bu zararın karşılanmadığı kısım için takip edilmesi söz konusu olamayacaktır.

Yatırımcının birinci derecede kusursuz olarak sorumlu olan ihraççıdan önce, ikinci derecedeki diğer sorumlulardan zararını tazmin etmek istemesi halinde, karşı tarafın öncelikle ihraççıya başvurulması gerektiği yönündeki savunması, ödemezlik defii değil, itirazdır.¹⁴³⁶ Hakim, bu durumda ihraççı ortaklığın borca batık olup olmadığının tespitinin nesnel bir biçimde yapılması için ihraççı ortaklığa karşı açılmış olan tazminat davasının sonucunu beklemelidir. Tabii hakim ayrıca, ihraççı ortaklığın borca batık olmadığı hallerde de tazminat talepleriyle ortaklığın net malvarlığını karşılaştırmalıdır.¹⁴³⁷ Ortaklığın malvarlığının satışındaki piyasa fiyatları sonucu hesaplanacak net değeri objektif olarak anlaşılabiliriyorsa (örneğin ortaklığın hisse senetlerinin bir borsa fiyatı varsa), hakim, yatırımcı lehine ihtiyati tedbire karar verebilir.¹⁴³⁸

SPKn m. 10'daki sorumluluk sistemi, TTK m. 237/2'deki kollektif ortağın ortaklık borçlarından dolayı ikinci derecede sorumlu olması durumuna benzemektedir.¹⁴³⁹ İhraççıya karşı yapılan takip semeresiz kalırsa veya ihraççının tüzel kişiliği bir sebeple sona ermişse, diğer yatırımcıların da artık ihraççıya başvurmasına gerek kalmadan ikinci derecede sorumlu olan diğer kişilere de başvurabilmesi

¹⁴³⁶ Kara (Sorumluluk), s. 159; İnceoğlu, s. 135; Ayoğlu (Halka Arz), s. 145; Uçar, s. 115.

¹⁴³⁷ Manavgat (Halka Arz), s. 238.

¹⁴³⁸ Manavgat (Halka Arz), s. 238.

¹⁴³⁹ Hükme göre kollektif ortaklar, ortaklık alacaklılarına karşı, kollektif ortaklığa karşı girişilen takibin semeresiz kalması veya ortaklığın sona ermiş olması halinde sorumludur. Bu sorumluluğa ilişkin genel olarak bkz. Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar I), s. 220, para. 283 vd. ve daha ayrıntılı bilgi için bkz. Üçışık, G. O.: Türk Hukukunda Kollektif Ortaklıkta Ortakların Sorumluluğu, Marmara Üniversitesi Yayınları, No. 422, İstanbul 1985, s. 22 vd. ve özellikle s. 61 vd.

mümkündür.¹⁴⁴⁰ Ancak TTK m. 237’de öngörülen bu sistemin bir benzerinin SPKn m. 10’da getirilmemesi, birinci derecede sorumlu olan ihraççının borca batık olmadığı, ancak tasfiyeye girdiği hallerde, yatırımcının, zararını karşılayabileceği için ikinci derece sorumlu olanlara başvurmasını neredeyse imkansızlaştırmaktadır.¹⁴⁴¹

B. Tazminat Davası

1. Genel Olarak

Sermaye piyasasında yatırımcıların korunması en temel amaçlardan biridir ve bu amacı gerçekleştirirken en etkin ve doğabilecek zararın tazminine yönelik en uygun mekanizmaların belirlenmesi önem arz etmektedir. Türk hukukunda, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk sonucunda öncelikle SPKn hükümleri uyarınca tazminat davası açılabilirken, ayrıca SPKı tarafından uygulanabilecek idari tedbirler ve yaptırımlar ile cezai anlamda sorumluluk hükümlerine başvurulabilir. Zarar görenin ise her zaman genel hükümler uyarınca sorumlulara karşı dava açma ve zararını tazmin etme imkanı mevcuttur. Zarara uğrayan yatırımcının başvurabileceği hukuki yollar arasında ihraççının birinci dereceden sorumlu olduğu tazminat davasının yanı sıra, aracı kuruma ve diğer sorumlulara karşı açabileceği tazminat davaları da mevcuttur. Özellikle TTK m. 553 vd. hükümleri uyarınca zarar gören pay sahibi yatırımcılar, ihraççı anonim ortaklık kurucularının, yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerinin veya tasfiye memurlarının kusurlarını ispatlamaları şartıyla zararlarını bu kişilerden tazmin edebilirler.

Benzer şekilde halihazırda ihraççı ortaklıkta pay sahibi olan yatırımcıların, ortaklığın zarar görmesi dolayısıyla uğradıkları dolaylı zararlarını da TTK m. 555 ve 556

¹⁴⁴⁰ Kara (Sorumluluk), s. 159; Ayoğlu (Halka Arz), s. 145.

¹⁴⁴¹ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 127; Uçar, s. 94.

hükümlerine göre talep etme imkanları bulunmaktadır. Ayrıca yatırımcı, TTK m. 404 ve 554 uyarınca bağımsız denetim kuruluşuna karşı dava açma yoluna başvurulabilir. Şüphesiz yatırımcıları korumak adına mevzuatta öngörülen birçok mekanizma bulunmaktadır,¹⁴⁴² ancak bu çalışma kapsamında sadece, SPKn hükümleri uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluk sonucunda açılacak tazminat davası ele alınacaktır.

Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler dolayısıyla bu bilgilere güvenerek yatırım yapan yatırımcının uğradığı zararları, bu belgelerin altında imzası bulunan kişiler ve özellikle kanunda gösterilen kişiler, SPKn hükümleri çerçevesinde tazmin etmekle sorumludur. AB hukukunun aksine Türk hukukunda sermaye piyasası mevzuatında sorumluluk rejimi, sorumluluğun sükreleri ve türü, nedensellik bağı gibi konularda oldukça öngörülebilir bir şekilde düzenlenmiştir.¹⁴⁴³

Açılacak tazminat davasının konusu, kamuyu aydınlatma belgelerinde yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi bulunmasından dolayı sorumlu bulunan kişilerin, bu hukuka aykırılıktan dolayı zarar görmüş olan yatırımcının zararını tazmin etmesidir. Hukuki niteliği itibariyle bir eda davası veya alacak davası olan tazminat davası ile davacı yatırımcı, zarar verici eylemle uğradığı zararının nakden giderilmesini talep eder. Söz konusu bu dava, kamuyu aydınlatma belgelerindeki herhangi bir hukuka aykırılık söz konusu olursa, haksız fiil sorumluluğunun şartlarının sağlanması halinde açılabilir.

¹⁴⁴² Mevzuattaki kamuyu aydınlatma standartlarının güçlendirilmesi, yatırımcı tazmin mekanizmaları, pay sahipliği haklarını korumaya yönelik çeşitli kanun hükümlerinde bulunan koruma mekanizmaları, piyasa dolandırıcılığı vb. suçlara ilişkin cezai düzenlemeler, borsa uyumsuzluklarına özgü çözüm yollarının öngörülmesi gibi birçok koruma hükümleri ve mekanizmaları bulunmaktadır, ayrıntılı bilgi için bkz. Çetin, N.: *Sermaye Piyasalarında Yatırımcı Uyuşmazlıklarının Çözümüne Yönelik Türk ve İngiliz Modellerinin Karşılaştırılması*, GÜHFD 2009, C. XIII, S. 1-2, s. 25-36.

¹⁴⁴³ Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 40-41.

SPKn m. 10 uyarınca ihraççının izahnameden sorumluluğunun, birinci derecede ve kusursuz sorumluluk olması sebebiyle, bu sorumluluğun doğması için, yukarıda açıklanan sorumluluk şartlarından kusur dışındakilerin gerçekleşmesi aranacaktır.

2. Davanın Tarafları

a. Davacı

aa. Yatırımcı Kavramı

Tazminat davasının davacısı, yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi içeren kamuyu aydınlatma belgelerine güvenerek bir sermaye piyasası aracı satın almış, ancak doğrudan doğruya zarara uğramış olan yatırımcıdır. Tanımı SPKn'da yer almasa da, en genel anlamıyla, gelir elde etmek amacıyla tasarruflarını, piyasada fon arayışı içindeki ortaklıkların sermaye piyasası araçlarına yatıran gerçek ve tüzel kişilere yatırımcı denir.

Sermaye piyasası hukukumuzda kaynak teşkil eden AB düzenlemelerine bakıldığında, MiFID öncesinde yürürlükte olan Yönerge,¹⁴⁴⁴ yatırımcı türleri arasında bir ayırım yapmasına rağmen yatırımcıların sınıflandırılmasına yönelik net bir kural ya da tanım getirmemişti. Sonrasında yürürlüğe giren MiFID uyarınca yatırım ortaklıklarının yükümlülükleri bağlamında yatırımcılar, profesyonel müşteri, bireysel müşteri ve uygun karşı taraf (*eligible counterparties*) olarak sınıflandırılmaktaydı. Benzer şekilde şu anda yürürlükte olan MiFID II¹⁴⁴⁵ uyarınca da yatırımcılar bu şekilde sınıflandırılmışlardır.

¹⁴⁴⁴ Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on Investment Services in the Securities Field. Özellikle Başlangıç bölümünde (*Preamble*) yer alan ve 14/4. maddesinde ifade edildiği üzere (“... *taking into account investors' differing needs for protection and in particular the ability of professional and institutional investors to act in their own best interests...*”), kuralların uygulanması anlamında bireysel ve profesyonel yatırımcılar arasında bir fark gözetilmiştir.

¹⁴⁴⁵ MiFID II de Başlangıç bölümünde (*Preamble No. 86*) farklı yatırımcı türlerine göre farklı korumanın sağlanması gerektiği ifade edilmiştir. (“... *Measures to protect investors should be adapted to the particularities of each category of investors (retail, professional and counterparties)...*”).

MiFID II uyarınca profesyonel müşteri, kendi yatırım kararlarını vermek üzere deneyim, bilgi ve uzmanlığa sahip olan ve bu yatırım kararının getirdiği riskleri uygun bir şekilde değerlendirebilen kişilerdir. Kısaca, MiFID II m. 4(1)(10) uyarınca, Ek 2’de gösterilen şartlara uygunluk sağlayan müşteriler, profesyonel müşteri sınıfına girer. Ek 2 uyarınca profesyonel müşteri; sigorta ortaklıkları, kredi derecelendirme ortaklıkları veya benzeri kurumsal yatırımcılar gibi Yönerge tarafından profesyonel olduğu kabul edilen müşteriler ile talep etmeleri halinde profesyonel olarak nitelendirilen müşteriler olarak ikiye ayrılır. Diğer taraftan bireysel müşteri ise MiFID II m. 4(1)(11) uyarınca profesyonel olmayan müşterilerdir. MiFID II m. 30(2)¹⁴⁴⁶ uyarınca uygun karşı taraf kapsamında hangi ortaklıkların olduğu belirlenmiştir.

Hukukumuzda yatırım kuruluşlarının faaliyetlerini düzenleyen SPKn m. 45 hükmüyle kanun koyucu ilk kez SPKr’nu ‘*yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin icrası esnasında yatırımcılara sağlanacak korumanın belirlenmesi amacıyla*’ yatırımcıları sınıflandırmak için yetkili kılmıştır. Bu hükme dayanarak çıkarılan Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 30/1 uyarınca¹⁴⁴⁷ yatırım kuruluşları, müşterilerini genel veya profesyonel müşteri olarak sınıflandırmak ve bu sınıflandırma doğrultusunda yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadır. Yatırımcıların çok farklı açılardan sınıflandırılması¹⁴⁴⁸ mümkün

¹⁴⁴⁶ “Member States shall recognize as eligible counterparties for the purposes of this Article investment firms, credit institutions, insurance companies, UCITS and their management companies, pension funds and their management companies, other financial institutions authorised or regulated under Union law or under the national law of a Member State, national governments and their corresponding offices including public bodies that deal with public debt at national level, central banks and supranational organisations.”

¹⁴⁴⁷ Seri: III, No: 39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ, 17.12.2013 tarihli ve 28854 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

¹⁴⁴⁸ Yatırımcılar, büyük-küçük yatırımcı, bireysel-kurumsal yatırımcı, yerli-yabancı yatırımcı, gerçek kişi-tüzel kişi yatırımcı, profesyonel yatırımcı-diğer yatırımcılar, banka yatırımcısı-diğer yatırımcılar, borsa yatırımcısı-borsa dışı yatırımcılar, hisse senedi yatırımcısı-diğer yatırımcılar gibi sınıflandırmaya tabi tutulabilirler, Aytaç (Yatırımcının Korunması), s. 5; daha dar kapsamlı bir sınıflandırma için bkz. Ege/Ege, s. 25-26. Yatırımcının, fonksiyonel açıdan katılımcı sıfatıyla, piyasa

olmakla beraber yatırımcı, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m. 4'e göre¹⁴⁴⁹ de kurumsal, nitelikli ve bireysel yatırımcı olarak üç gruba ayrılır. Dolayısıyla yatırımcı kavramının tanımlanması ve sınıflandırılmasında, Yatırım Kuruluşları Tebliği ile Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği hükümleri birlikte değerlendirilmelidir.¹⁴⁵⁰

bb. Yatırımcı Türleri

aaa. Bireysel Yatırımcılar

Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m. 4'e göre bireysel yatırımcı “kurumsal yatırımcı tanımı dışında kalan gerçek ve tüzel kişileri” ifade etmektedir. Bu tanım doğrultusunda bireysel yatırımcı, gelecekte gelir elde etmek amacıyla bağımsız hareket edip birikmiş tasarruflarını piyasada fon ihtiyacında olan ortaklıkların sermaye piyasası araçlarına yatıran kurumsal veya nitelikli yatırımcı dışında kalan gerçek ve tüzel kişiler olarak tanımlanmaktadır.¹⁴⁵¹

Bireysel yatırımcı, yatırım kararı verirken tamamen kendi ad ve hesabına hareket ederek tüm riskleri üstlenen bağımsız yatırımcıdır. Ancak yatırımcı, sermaye piyasasının olağan riskleri dışında kendisinden kaynaklanmayan risklere de maruz kalabileceği için yatırımcının korunması gerekmektedir. Sermaye piyasası hukuku şüphesiz tüm yatırımcı

oyuncusu sıfatıyla ve müşteri sıfatıyla sınıflandırılmasına yönelik bkz. Çetin (Analiz), s. 5-7; Adigüzel, s. 21.

¹⁴⁴⁹ Seri: II, No: 5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, 28.06.2013 tarihli ve 28691 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

¹⁴⁵⁰ Özer, s. 71.

¹⁴⁵¹ Özer, s. 41; Karababa, s. 40; Kara, M. S.: Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, Ankara Üniversitesi 2006, Yayınlanmamış Doktora Tezi, s. 22. Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ m. 31/4 uyarınca profesyonel müşteri tanımı kapsamına girmediği için genel müşteri olarak kabul edilen müşterilerin, esasen Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği uyarınca bireysel yatırımcılar olduğu anlaşılmaktadır.

gruplarını korumakta iken; ilgili mevzuat tarafından asıl olarak korunması hedeflenen yatırımcı kitlesi de potansiyel yatırımcı olarak bireysel yatırımcılardır.¹⁴⁵²

Bireysel yatırımcı, finansal aracı kuruluşlar tarafından sağlanan hizmetleri kullanırken müşteri sıfatıyla piyasaya katılmasına karşın bu uzman kuruluşların sağladığı hizmetleri değerlendirme noktasında güçsüz konumda bulunmaktadır.¹⁴⁵³ Ayrıca karmaşık yatırım araçlarının geliştirilmesi, yatırımcıların da tüketiciler gibi doğru olmayan bilgilere maruz kalabilmelerinin kolaylığı, çoğunlukla bir yatırım danışmanlığı doğrultusunda yatırım kararı vermesi gibi hususlar düşünüldüğünde bireysel yatırımcılar, kamuyu aydınlatma ilkesinin doğrudan ve öncelikli muhatabı olmaktadır.¹⁴⁵⁴

bbb. Nitelikli ve Kurumsal Yatırımcılar

Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m. 4'e göre "*yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler dışındaki profesyonel müşteriler*" kurumsal yatırımcı olarak ve "*yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşteriler*" nitelikli yatırımcı olarak tanımlanmaktadır. Nitelikli yatırımcıların tanımında bu Tebliğ'de kullanılan 'profesyonel müşteri' kavramı, kendi yatırım kararlarını kendisi verebilen, kamuyu aydınlatma belgelerini okuduktan sonra, herhangi bir yatırımın taşıdığı riskleri algılayıp değerlendirebilecek uzmanlığa sahip

¹⁴⁵² Karacan, s. 39. Dolayısıyla sadece bireysel yatırımcı grubunun belirli şartlar altında tüketiciye sağlanan korumadan da yararlandırılması gerektiğine ilişkin olarak bkz. Özer, s. 73. Dünya çapında yatırımcıyı koruyucu sistemlerin çoğunun aslında bireysel yatırımcı baz alınarak düzenlendiği ve bu sebeple de koruyucu mekanizmaların bireysel yatırımcı dışında kalan yatırımcılar için asgari düzeye çekildiği ya da bunların kapsam dışı bırakıldığı belirtilmiştir, Aytaç (Yatırımcının Korunması), s. 5-6.

¹⁴⁵³ Çetin (Analiz), s. 8; Aytaç (Yatırımcının Korunması), s. 6; Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 291.

¹⁴⁵⁴ Çetin (Analiz), s. 8. Hatta Çetin, yatırım hizmetleri müşterisi olarak yatırımcının tüketici sayılmamasının zor olduğundan bahsetmektedir, bkz. (Analiz), s. 9.

müşterileri ifade etmektedir.¹⁴⁵⁵ Kurumsal yatırımcılar ise, nitelikli yatırımcılar gibi bireysel yatırımcıların tasarruflarını birleştirmek suretiyle piyasaya sunan ve bu şekilde yatırımlarını piyasada fon ihtiyacındaki aktörlere aktaran uzman finansal kurumlardır.¹⁴⁵⁶

Türk hukukunda tüm yatırımcı tipleri, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun şartları sağlandığı durumlarda, zarar sonucunda açılacak tazminat davasının davacısı olabilirken, ABD hukukunda 1934 tarihli Kanun §18 uyarınca bu Kanun tarafından düzenlenen raporların verilmesiyle bağlantılı olan herhangi bir kişi, piyasa hilesi davasının davacısı olabilecektir.¹⁴⁵⁷ Hatta doktrinde içsel bilgiye sahip olsaydı, ihraççı ortaklığın menkul kıymetini satın alacak olan, ancak gerçekte satın alma fırsatını kaçırmış yatırımcıların da bir şekilde tazmin edilmesi gerektiğinin ileri sürülmesinin çok da aşırı olmadığını iddia eden bir görüş de mevcuttur.¹⁴⁵⁸

¹⁴⁵⁵ 17.12.2013 tarihli ve 28854 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: III, No: 39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ m. 31/1 hükmünde sayılan şartları taşıyan müşteriler, profesyonel müşteri olarak nitelendirilmiştir. Bu maddeye göre profesyonel müşteri, “kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteriyi ifade eder. Bir müşterinin profesyonel müşteri olarak dikkate alınabilmesi için aşağıdaki kuruluşlardan biri olması ya da sayılan nitelikleri haiz olması gerekir: a) Aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim ortaklıkları, kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik yatırım fonları, sigorta ortaklıkları, ipotek finansman kuruluşları, varlık yönetim ortaklıkları ile bunlara muadil yurt dışında yerleşik kuruluşlar. b) Emekli ve yardım sandıkları, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar. c) Kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar. ç) Nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca kabul edilebilecek diğer kuruluşlar. d) Aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hâsılatının 90.000.000 Türk Lirası, özsermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üzerinde olması kistaslarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar. e) 32 nci maddede tanımlanan talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilen müşteriler”dir.

¹⁴⁵⁶ Adıgüzel, s. 21; Ege/ Ege, s. 26.

¹⁴⁵⁷ Ancak bu hükme dayanarak dava açılması pek mümkün görülmemektedir, Knauss, s. 54; çünkü dava açabilecek bu kişi, sermaye piyasası aracının fiyatının bu bilgiden etkilendiğini ve yanıltıcı açıklamalara güvendiği için işlem yaptığını kanıtlamak zorundadır.

¹⁴⁵⁸ Knauss, s. 56.

cc. Türk Hukukunda Korunan Yatırımcı Tipi

Yukarıda açıklandığı üzere Türk sermaye piyasası mevzuatında ve AB mevzuatında yapılan bazı ayrımlar mevcuttur, ancak bu ayrımların dayandığı ölçütler farklılaşmaktadır. AB hukukunda yatırımcıların bireysel olarak korunması ve zarara uğramaları halinde tazmin edilmelerinden ziyade yatırımcıların genel anlamda ve toplu olarak korunması amaçlanmaktadır.¹⁴⁵⁹ Burada SPKn'nun kamuyu aydınlatma belgelerindeki hukuka aykırı bilgilerden kaynaklanan sorumluluk doğurucu hükümlerinde koruma altına alınan yatırımcı ile ne kastedildiği belirlenmelidir.¹⁴⁶⁰

TTK m. 549 hükmünün gerekçesinde birincil veya ikincil piyasalardaki yatırımcıların dava ehliyetlerinin olduğu belirtildiği için bu hüküm, SPKn'daki tazminat davasındaki davacıların belirlenmesi açısından yol gösterici olmuştur.¹⁴⁶¹ Türk bireysel yatırımcısının genel olarak, tecrübesiz, piyasaya hakim olmayan, kamu korumasına güvenen ve buna açıkça muhtaç olan, yan hizmetlerden pek faydalanmayan ve “*kamuyu aydınlatma eksikliğini ileri süren, fakat açıklanan bilgileri yeterince izlemeyen*” bir profili olduğu vurgulanmıştır.¹⁴⁶² Yatırımcının riski sevmeyen, riskten kaçınan (*risk averse*) ve

¹⁴⁵⁹ Veil (European Law), s. 276.

¹⁴⁶⁰ Nitekim iktisat veya işletme gibi diğer bilim alanlarında da yatırımcı kavramı kullanıldığı için sermaye piyasası yatırımcısı ile ne kastedildiğinin belirlenmesi zorunludur, Adıgüzel, s. 21; aynı görüş için bkz. İhtiyar, s. 89; Aytaç (Yatırımcının Korunması), s. 5; Kara (Yatırımcının Korunması), s. 21; ayrıca kanun koyucunun yatırımcı kavramını doğrudan tanımlamamasının doğru bir kanun yapma tekniği olduğu görüşü için bkz. Karacan, s. 39.

¹⁴⁶¹ Bkz. TTK m. 549 madde gerekçesi: “... 2) *Hukukî sorumluluk davasında aktif dava ehliyeti, “zarar görenler”e ait olup bunlar somut olayın özelliklerine göre pahasahipleri, bu sıfatı bu işlemler dolayısıyla yitirenler, menkul değerleri alanlar, bu menkul değerlerin sonraki müktesipleri olabilir ...*”. SPKn m. 10 ve 32 anlamında da dava ehliyeti açısından birincil veya ikincil piyasadaki yatırımcılar ile bir aracın önceki veya sonraki sahiplerinin de açıkça belirtilmesinin isabetli olduğuna yönelik olarak bkz. Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 124.

¹⁴⁶² Aytaç (Yatırımcının Korunması), s. 10; Türk bireysel yatırımcı profilinin vasıflı olmadığına ilişkin bkz. İhtiyar, s. 115; benzer bir görüş için bkz. Çatakoğlu (Borçlanma Araçları), s. 291.

‘garantici’ tutumları, sermaye piyasasının sistemik riskleri karşısında piyasanın gelişmesini engellemektedir.¹⁴⁶³

Alman hukukunda korunan yatırımcı tipi, makul yatırımcıdır ve BGH’nin içtihadına göre ortalamanın üzerinde uzman bilgisine sahip olmayan makul bir yatırımcının bütçeyi okuyup anlayabilecek kadar piyasaya hakim olması gerektiğine işaret edilmektedir.¹⁴⁶⁴ Sermaye piyasası hukuku düzenlemeleri yapılırken Alman kanun koyucusunun da etkin piyasa teorisi kapsamında mantıklı ve iyimser piyasa modeline göre, bilgilendirilmiş ve makul bir yatırım kararı verebilen yatırımcıları esas aldığı belirtilmiştir.¹⁴⁶⁵

Benzer şekilde Türk hukukunda da korunması gereken yatırımcı tipi, makul yatırımcıdır. Makul yatırımcı, piyasanın işleyişi ve kuralları konusunda ortalama bir bilgiye sahip, en azından ara ara sermaye piyasasında yatırım yapan, ortalama ve nesnel bir yatırımcıdır.¹⁴⁶⁶ Makul yatırımcı, sermaye piyasasında yapılan işlemler ve bunların koşulları hakkında asgari düzeyde hukuki bilgiye ve eleştirel bir bakış açısına sahiptir. Makul yatırımcı, en yüksek karı sağlama amacıyla olduğu için başka amaçlar gütmmez.¹⁴⁶⁷ Bunun dışında makul yatırımcının piyasadaki ve özellikle bilançodaki ortak dil kullanımına aşina olması gerektiğine dair görüş ortaya atılsa da finansal raporların

¹⁴⁶³ İhtiyar, s. 115-116; buna karşın Türk yatırımcısının riski seven yatırımcı profili çizdiğine yönelik görüş için bkz. Aytaç (Yatırımcının Korunması), s. 10.

¹⁴⁶⁴ BGH, BuM Kararı, s. 8-9.

¹⁴⁶⁵ Fechner/ Tipton, s. 5.

¹⁴⁶⁶ İhtiyar, s. 91; İnceoğlu, s. 129, dn. 202; Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 124. TMK m. 3 hükmündeki iyiniyet kuralları doğrultusunda belirlenen özen borcu ölçütlerinin makul yatırımcı tipinin tespit edilmesine katkıda bulunacağına ilişkin bkz. Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 124.

¹⁴⁶⁷ Çevreci bir yatırımcının, az getirisi olan rüzgar enerjisi tribünleri ile üretimden vazgeçmesi üzerine pay sahibi olduğu ortaklıktaki paylarını satmak istemesi, makul bir yatırımcı davranışı olarak görülmez; nitekim makul yatırımcı bencil veya etik olmayan bir amaca, tamamen nesnel bir amaç olan gelir sağlama amacına sahiptir, Veil (der verständiger Anleger), s. 163-164.

anlaşılmasının zorluğu düşünüldüğünde bu görüş reddedilmiştir.¹⁴⁶⁸ Makul yatırımcının, bilanço bilgisinin yokluğunda, kendini özet çalışmalarla, ticari faaliyetlerle ve risk faktörlerine ilişkin bilgilerle sınırlaması yeterli görülmektedir.¹⁴⁶⁹

Sonuç olarak Türk sermaye piyasası hukukunda kanun koyucunun getirdiği koruyucu hükümler, nesnel ölçütlerle belirlenen, normal, sıradan, ortalama ve makul bir yatırımcı esas alınarak düzenlenmiştir ve AB ve ABD hukukunda da olduğu gibi, kanun koyucunun getirdiği koruyucu düzenlemeler sadece makul bir yatırımcı için geçerli olmaktadır.¹⁴⁷⁰ Dolayısıyla kamuyu aydınlatma standartlarına ilişkin hukuki düzenlemeler yapılırken ortalama ve makul bir yatırımcı tipi esas alınmalıdır. Bu çerçevede, kanuni tipe uymayan yatırımcıların zarara uğraması olağan risk dolayısıyla piyasanın gereğidir.¹⁴⁷¹

¹⁴⁶⁸ Alman hukukunda özellikle bilançoju okuyabilmenin makul yatırımcı kavramında ölçüt olarak kullanılmasının gerekip gerekmediğine ilişkin tartışmada, BGH bu soruna olumlu yanıt vermiş olsa da makul yatırımcının teknik bilgileri anlaması zor olduğu için sonuç olarak bu görüşünden vazgeçmiştir, Veil (der verständiger Anleger), s. 165.

¹⁴⁶⁹ Veil (der verständiger Anleger), s. 165.

¹⁴⁷⁰ Manavgat (Teklif), s. 79; Turanboy (İnsider İşlemleri), s. 50; Adıgüzel, s. 118; Karacan, s. 39; İhtiyar, s. 73, 90 ve 188; İnceoğlu, s. 129, dn. 202; Uman, N.: *Sermaye Piyasasında Halka Açıklanan Bilgiler-Standart Mali Tablolar ve Hesap Planları*, Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul 1984, s. 320; Urkan, s. 341; İhtiyar, s. 91; İnceoğlu, s. 129, dn. 202; İslamoğlu, s. 62; Veil (European Law), s. 274. Sermaye piyasası hukukundaki korumaların artık bu ölçüte göre olduğuna dair bkz. Veil (der verständigen Anlegers), s. 162-163; ABD hukukunda da nesnel bir ölçüt olarak makul yatırımcının alındığına ilişkin bkz. Basic Davası, s. 232 ve TSC Industries Davası, s. 448-449; ayrıca bkz. Choi/ Pritchard, s. 57. Diğer taraftan kuramsal bir kavram olan makul yatırımcı kavramından ziyade fiili yatırımcının korunması ve bunun da ötesinde esaslı bilginin belirlenmesinde fiili yatırımcı kavramının ölçüt alınması gerektiğine yönelik olarak bkz. Gürbüz Usluel, s. 211.

¹⁴⁷¹ Manavgat (Teklif), s. 79.

b. Davalı

aa. Genel Düzen

Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin gerçeği tam, açık ve doğru şekilde yansıtılmamasından dolayı ihraççı, halka arz eden, lider aracı kurum, garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri SPKn m. 10 uyarınca; bu belgeleri imzalayanlar ya da bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler SPKn m. 32 uyarınca sorumludurlar. SPKn m. 32'nin, SPKn m. 10'da açıkça sayılan kişiler ile bu belgeleri imzalayanların ayrı şekilde sayılması lafzen, SPKn m. 10'dakilerin kamuyu aydınlatma belgelerini imzalamalarının gerekmediği sonucunu doğurmaktadır. Nitekim SPKn m. 32'nin bu ayrı sayımı dolayısıyla SPKn m. 10'dakilerin kamuyu aydınlatma belgelerini imzalasalar da imzalamasalar da sorumlu olacakları doktrinde de kabul edilmiştir.¹⁴⁷²

Genel hüküm niteliğindeki SPKn m. 32, anonim ortaklıklar hukukunda yer alan sorumluluk sistemine uygun bir düzenleme getirmiştir ve kamuyu aydınlatma tüzel kişi hesabına yapılıyorsa dönemsel kamuyu aydınlatmada yönetim kurulu tarafından verilen sorumluluk beyanının dahi hukuki bir etkisi olmaksızın bu tüzel kişi, başka biri hesabına yapılıyorsa da bu gerçek kişiler sorumlu olacaktır.¹⁴⁷³

Kamuyu aydınlatma belgelerinden dolayı sorumlu kişilerden bir kısmını kanun koyucu, SPKn m. 32/1'de, aynı kanununun 10. maddesine atıf yapmak suretiyle belirlemiştir. Ancak SPKn m. 10'da yer alan sorumlular 1. fıkrada ihraççı, halka arz

¹⁴⁷² Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 127.

¹⁴⁷³ Manavgat (Halka Arz), s. 236. Kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin gerçeğe uygunluğundan dolayı SPK'r sorumlu değildir. İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 22/3 ile SPKn m. 6/1 ve atfı dolayısıyla SPKn m. 11/1 uyarınca da izahnamenin veya ihraç belgesinin onaylanmasının, bu belgelerde yer alan bilgilerin doğru olduğunun SPK'r'ca tekeffül edilmesi anlamına gelmeyeceği belirtilerek sadece onaylamadan dolayı SPK'r'nın sorumlu olmadığı belirtilmiştir. Benzer bir hüküm AB İzahname Tüzüğü m. 20(2)(2)'de de yer almaktadır.

eden, lider aracı kurum, garantör, ihraççının yönetim kurulu üyeleri ile 2. fıkrada bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer alan raporları hazırlayan kişiler olarak ifade edilmiştir. SPKn m. 32/2'de bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan raporları hazırlayan herkes için ayrıca bir sorumluluk hükmü öngörülmüştür. Dolayısıyla doktrinde SPKn m. 32/1'de 10. maddeye yapılan atfın aslında sadece SPKn m. 10/1'e yapıldığı düşünülmektedir.¹⁴⁷⁴

Sorumluluk anlamında SPKn m. 10 ile m. 32 arasında var olan bir diğer uyumsuzluk ise sorumlu tutulan kişilerin sayma usulü ile belirlenip belirlenmediğidir. SPKn m. 10'da birinci derecede ve kusursuz sorumlu kişi sadece ihraççı olarak belirlenirken, ikinci derecede farklılaştırılmış teselsül kurallarına göre sorumlu olanlar halka arz eden, lider aracı kurum, ihraççının yönetim kurulu üyeleri ve garantör olarak belirlenmiştir.¹⁴⁷⁵ Ayrıca aynı maddenin ikinci fıkrası uyarınca bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları da hazırladıkları raporlardaki bilgilerden sorumlu olacaklardır. Ancak SPKn m. 32 uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerinden dolayı müteselsilen sorumlu kişiler, ihraççının yanı sıra diğer sorumlular, ihraççı haricinde 10. maddede sayılanlar ile kamuyu aydınlatma belgesini imzalayan veya bu belgeler kendi adına imzalanan herkeştir. Dolayısıyla, SPKn m. 10'daki sayma sınırlı bir sayma iken SPKn m. 32'de sınırlı sayı ilkesi benimsenmemiştir. SPKn m. 10'da izahnameden sorumluluk için dereceli bir sistem getirilmiş iken diğer kamuyu aydınlatma belgeleri için

¹⁴⁷⁴ Kara (Sorumluluk), s. 142-143, dn. 24.

¹⁴⁷⁵ Bu dereceli sorumluluk sisteminin, modern sermaye piyasası sistemlerinde olmaması gereken bir durum olduğu yönünde eleştiriler için bkz. Ayoğlu (Halka Arz), s. 147.

SPKn m. 32’de dereceli olmayan ancak tüm sorumlular için müteselsil sorumluluk öngörülmüştür.

bb. Sorumlular

aaa. İhraççı

İhraççının tanımı SPKn m. 3/1/h’de “*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 fonları*” şeklinde yapılmıştır. İhraç tanımı ise SPKn m. 3/1/ğ’de “*sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı*” olarak verilmiştir. Birinci derecede sorumlu olan ihraççılar ile satışı yapan pay sahipleri, genel hükümlerdeki satış sözleşmesi anlamında da satıcı; ve yatırımcı da alıcı konumunda olduğu için satıcının sattığı maldan sorumlu olması doktrinde doğal karşılanmaktadır.¹⁴⁷⁶ Benzer şekilde satıcı konumundaki ihraççının, halka arz edeceği sermaye piyasası aracına ve kendisine ilişkin sağladığı bilgilerden dolayı sorumlu olması olgusu da durumun gereğine ve tabii hukuka uygun kabul edilmektedir.¹⁴⁷⁷

İhraççı, SPKn m. 10 uyarınca izahnameden dolayı kusursuz ayrıca birinci derecede sorumluluğu iken,¹⁴⁷⁸ diğer kamuyu aydınlatma belgeleri açısından SPKn m. 32 uyarınca diğer sorumlularla birlikte müteselsilen, dereceye tabi olmaksızın ve kusura dayalı sorumludur. İhraççının izahnameden dolayı sorumluluğu kusura dayanmadığı gibi zararın ortaya çıkması hususunda kusuru olmadığını ispatlamak suretiyle sorumluluktan

¹⁴⁷⁶ Kara (Sorumluluk), s. 143; Ayoğlu (İzahname), s. 640.

¹⁴⁷⁷ Turan, s. 203.

¹⁴⁷⁸ Ayrıca SPKn m. 10’da ihraççı dışındaki ikinci derece sorumlu olanlar hakkında farklılaştırılmış teselsülün öngörülmüş olmasının da bu fikri doğruladığı yönünde bkz. Turan, s. 209.

kurtulma imkanı da bulunmamaktadır. İhraççı, izahnameden dolayı kusursuz sorumluluk hallerinin en hafif grubu olan özen sorumluluğuna sahiptir ve buna göre, gerekli dikkat ve özeni gösterdiğini veya gerekli dikkat ve özeni gösterseydi dahi zararın meydana gelmesini önleyemeyeceğini kanıtlarsa sorumluluktan kurtulabilir.

İkincil piyasalardaki halka arzlarda, halka arzı herhangi bir pay sahibinin yapacağı ve gerekli belgeleri de ortaklığın hazırlayacağı düşünüldüğünde, ihraççının yine de kusursuz sorumlu olması bir adaletsizlik gibi görünebilir. Burada ortaklık, halka arz eden kişi olan pay sahibi için gerekli belgeleri hazırlayacaktır ve pay sahibinin bu belgelerde yer alan herhangi bir bilginin doğru, tam ve eksiksiz olduğunu araştırma imkanı olmayabilir.¹⁴⁷⁹ Bu belgelerin ortaklığın iktidar alanının dışında kalması sebebiyle ortaklığın sorumlu tutulmasının doğru olmadığına dair doktrinde savunulan bir görüşe göre ortaklığın hazırladığı belgelerdeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden ötürü pay sahibi sorumlu olacaktır.¹⁴⁸⁰

Doktrindeki bizim de katıldığımız diğer bir görüşe göre, salt altında imzası olduğu ve nihayetinde ortaklığa ilişkin bilgileri içerdiği için ortaklığın sorumlu olması isabetlidir.¹⁴⁸¹ ABD hukukunda da piyasa hilesi davalarında nihai davalı, ortaklık olmaktadır; ancak ortaklık içindeki kişilerin sorumluluktan bir şekilde korunmaları söz konusu olabileceği için tazminattan sorumlu olan kişiler, pay sahipleri olmaktadır.¹⁴⁸²

¹⁴⁷⁹ İnceoğlu, s. 136.

¹⁴⁸⁰ Ayoğlu (Halka Arz), s. 144.

¹⁴⁸¹ İnceoğlu, s. 136.

¹⁴⁸² Fencher/ Tipton, s. 53; Enriques/ Hertig/ Kraakman/ Rock, s. 261.

bbb. Halka Arz Eden

Halka arz eden SPKn m. 3/1/g'de “*sahip olduğu sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek üzere Kurula başvuruda bulunan gerçek veya tüzel kişiler*” olarak tanımlanmıştır. Halka arz eden kişi ile ihraççının aynı tüzel kişi olması halinde¹⁴⁸³ kamuyu aydınlatma belgelerini ihraççının kendisi hazırlayacağı için belgelerdeki bilgilerin tam, açık ve doğru olduğunu kontrol edebilme olanağı mevcuttur.

Halka arz eden, gerçek veya tüzel kişi pay sahibi olduğu ortaklıktaki paylarını arz ediyorsa, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgileri ihraççı ortaklık sağlayacağı¹⁴⁸⁴ için bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeğe uygun olduğunu kontrol etmesi mümkün olmayabilir.¹⁴⁸⁵ Halka arz edenin bu bilgileri doğrulaması veya kontrol etmesi, uzmanlık gerektiren bir iş olması dolayısıyla veya böyle bir imkanı olmayabileceği için, mümkün olmayabilir.¹⁴⁸⁶ Bu durumda halka arz eden, SPKn m. 32/3'te öngörülen, hukuka aykırılık konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bunun kast veya ağır ihmalden kaynaklanmadığını ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilir. Sermaye piyasası aracını bir pay sahibi ikincil piyasalarda halka arz ederken ihraççı ortaklığın sağlayacağı bilgileri kullanacağı için buradaki birinci derecedeki sorumluluğun, ihraççıda olması doktrinde isabetli bulunmuştur.¹⁴⁸⁷ Ancak diğer bir görüşe göre halka arz edenin söz konusu bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması

¹⁴⁸³ İhraççı ve halka arz eden sıfatlarının birleşmeyeceği görüşü ve ayrıntıları için bkz. Adıgüzel, s. 24.

¹⁴⁸⁴ Ortaklığın da bu noktada halka arz eden pay sahibine ve aracı kuruluşa gerekli bilgi ve belgeleri sağlamak, gerekiyorsa esas sözleşmesini sermaye piyasası mevzuatına uygun hale getirmek gibi konularda işbirliği içerisinde olması beklenir, Manavgat (Halka Arz), s. 641.

¹⁴⁸⁵ Kara (Sorumluluk), s. 144.

¹⁴⁸⁶ Kara (Sorumluluk), s. 168.

¹⁴⁸⁷ Turan, s. 204, dn. 34; Kara burada, halka arz edenin, SPKn m. 32 kapsamında kusurunun bulunmadığına ilişkin ispat külfetinin bulunmasını eleştirmiştir, Kara (Sorumluluk), s. 145.

konusunda kasıt veya ağır ihmalinin bulunmadığını ispatlaması yerinde değildir.¹⁴⁸⁸ Bu durumda halka arz eden, SPKn m. 32/3'teki imkandan yararlanarak belgelerdeki bilgilerin eksik veya yanlışlığından dolayı kusurunun olmadığını ispatlaması durumunda sorumluluktan kurtulabilecektir.

ccc. Lider Aracı Kurum

aaaa. Aracı Kurum Tanımı

2499 sayılı eSPKn döneminde aracı kuruluşlar, anonim ortaklık şeklinde kurulan aracı kurumlar, bankalar, yatırım ve kalkınma bankaları olarak belirtilmişti. Aracı kuruluşlardan biri olan aracı kurumlar, sermaye piyasası aracının değerinin izahnamede doğru ve gerçeğe uygun olduğunu kontrol etmekle ve onaylamakla yükümlüydüler. Ayrıca tüm aracı kurumların ihraca aracılık ettikleri takdirde ilgili kamuyu aydınlatma belgelerinden dolayı sorumlu oldukları belirtilmişti. Aracı kurumlar eSPKn döneminde menkul kıymetlerin halka arzına aracılık veya diğer kıymetli evrakın alım satımına aracılık faaliyeti yürütebilmekteydiler.¹⁴⁸⁹ Menkul kıymetlerin halka arzına aracılık faaliyetleri, en iyi gayret aracılığı veya aracılık yüklenimi (*underwriting*) şeklinde yapılabilmekteydi.

6362 sayılı SPKn dönemine bakıldığında, SPKn m. 43 vd. hükümlerinde aracı kurumun, yatırım kuruluşu olduğu açıkça belirtilmiştir. Ayrıca aracı kurum açısından, eski kanundaki kurum esaslı belirleme yerine faaliyet esaslı belirlemenin ve

¹⁴⁸⁸ Kara (Sorumluluk), s. 145.

¹⁴⁸⁹ SPKr, halka arza aracılık faaliyetini yalnızca birincil piyasalarda; alım satım aracılık faaliyetini ise ikincil piyasalarda yapılabilecek bir faaliyet olarak görmektedir. Bu dönemde SPKr'nun tebliğleriyle bu iki aracılık faaliyeti türü arasında bir kavram kargaşası yarattığına çünkü birincil piyasalardaki aracılık türünün de aslen alım satım aracılık olduğuna dair bkz. Ünal (Aracı Kurumlar), s. 131.

düzenlemelerin yapıldığı görülmektedir.¹⁴⁹⁰ Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 4/1/a uyarınca aracı kurum, SPKn m. 37/1'de sayılan yatırım hizmeti faaliyetlerinden a, b, c, e, f fıkralarındaki faaliyetleri SPKr'ca yetkilendirilerek münhasıran yürütebilen yatırım kuruluşlarını ifade etmektedir. Bir sermaye piyasası kurumu olan aracı kurumların yapamayacakları sermaye piyasası faaliyetleri ise Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 56/1'de bentler halinde sıralanmıştır. Aracı kurumların yapabilecekleri sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, bu emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi; sermaye piyasası araçlarının kendi hesabına alım satımını; sermaye piyasası araçlarının halka arzında yükleniminde bulunularak veya bulunmaksızın satışına aracılık edilmesidir.

Aracı kurumlar alım satım aracılık faaliyeti kapsamında işlem aracılığı, emir iletimine aracılık ve portföy aracılığı şeklinde faaliyet gösterebilir. Yeni kanun döneminde farklı olarak, SPKn m. 10 uyarınca izahname açısından sadece halka arza aracılık eden lider aracı kurum ile SPKn m. 32 uyarınca diğer kamuyu aydınlatma belgeleri açısından da bu belgeleri imzalayan veya bu belgelere dayanak raporları hazırlayan aracı kurumlar sorumlu kabul edilmektedir.

bbbb. Halka Arza Aracılık Türleri

Aracı kurumların izahnameden doğan sorumluluğunun belirlenmesi açısından Yatırım Hizmetleri Tebliği m. 51 uyarınca halka arza aracılık faaliyetinin kapsamına göre

¹⁴⁹⁰ SPKn Genel Gerekçe, '4. Sermaye Piyasası Faaliyetleri, Aracılar, Özdüzenleyici Kuruluşlara İlişkin Olarak'; bu düzenleme tekniği, modern hukuk sistemlerinde kullanılmaktadır, Turanboy (Yatırım Kuruluşları), s. 84.

aracılık, en iyi gayret aracılığı ve yüklenim aracılığı şeklinde sınıflandırılmaktadır. Yüklenim aracılığı ise bakiyeyi yüklenim ve tamamını yüklenim olarak ikiye ayrılabilir.

Aracı kurumun sermaye piyasası aracının halka arz suretiyle satışını yapması ve satılmayan kısmın ihraççıya iade edilmesini içeren aracılık faaliyeti, en iyi gayret aracılığıdır (*best effort underwriting*).¹⁴⁹¹ Aracı kurum, ihraççının temsilcisi olarak üçüncü kişi yatırımcı ile satış sözleşmesi yapar; hak ve borçlar, ihraççının kişiliğinde doğar.¹⁴⁹² Temsil ilişkisi dolayısıyla ihraççı ile arasında, vekalet sözleşmesi hükümleri uygulama alanı bulmakta ve vekil gibi sorumlu olmaktadır.¹⁴⁹³

Bakiyeyi yüklenim aracılığında (*strict underwriting*) aracı kurumun, sermaye piyasası aracının belirli bir süre içinde ihraççı adına ve hesabına satımına ilişkin taahhüdü ile satılmayan kısmı, satış süresinin sonunda kendisinin nakden ve peşin olarak satın

¹⁴⁹¹ Aracı kurumlar, ihracına aracılık ettiği ortaklığın küçük veya tanınmamış olması halinde veya kendi mali yapısının güçlü olmaması halinde bu tür aracılığı tercih etmektedir, Manavgat (Aracı Kurumlar), s. 65.

¹⁴⁹² Tekinalp (Esaslar), s. 93.

¹⁴⁹³ Ünal (Aracı Kurumlar), s. 274; Yasaman, H.: *Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü*, KÜİİBFD 1984, C. 1, S. 1, s. 114; Ayoğlu (İzahname), s. 649; karşı. Doktrinde eSPKn döneminde savunulan bir görüşe göre, yatırımcı ile kişisel olarak bir sözleşme ilişkisi içerisinde olmayan aracı kurum, ihraççının yardımcı şahsı olarak kabul edilmektedir, İnceoğlu, s. 132. Dolayısıyla yardımcı kişilerin sorumluluğuna ilişkin genel hükümler uyarınca, aracı kurum bu görüşe göre yatırımcıya karşı işlemiş olduğu kendi kusurlu davranışlarından ötürü haksız fiil hükümlerine göre sorumlu olur, İnceoğlu, s. 132. Bu halde bile taraf sıfatına sahip kişi açısından aslında kusursuz sorumluluk hallerinden olmayan yardımcı kişinin eylemlerinden sorumlulukta yardımcının veya onu kullanan kişinin kusurunun aranıp aranmayacağı doktrinde tartışmalıdır. Bu konuda doktrindeki hakim görüşe ve uygulamada benimsenen görüşe göre, yardımcı kişi olan aracı kurumun veya borçlu ortaklığın kusuru aranmaz; borçlu ortaklığın sadece farazi kusurunun olması yeterli kabul edilmektedir, Eren (Genel Hükümler), s. 1103; Tandoğan (Özel Borç İlişkileri), s. 444-445; Kılıçoğlu, s. 821-822; Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 1201; İnal, s. 597-598. İhraççı ortaklık kendisinin bir kusurunun bulunmadığını, yardımcısı aracı kurumun kusursuz olduğunu ve yardımcının bu davranışını borçlu yapmış olsaydı, davranışının kusur teşkil etmeyeceğini ispatlaması halinde kusursuzluğunu ispatlamış sayılır ve sorumlu tutulmaz. Ancak buradaki durum, kusursuz sorumluluktaki kurtuluş kanıtı getirmekten farklıdır; çünkü sorumluluğun oluşması için farazi de olsa kusur aranmaktadır, Kılıçoğlu, s. 821. Yine de bu durumun sorumluluğun kusur ilkesine dayanması ilkesine önemli bir istisna teşkil ettiğine dair bkz. Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 1192; İnal, s. 598-599.

alacağına ilişkin taahhüdü bulunmaktadır.¹⁴⁹⁴ 2499 sayılı eSPKn m. 7/2 uyarınca Türk hukuk sisteminde hisse senedinin halka arzında aracılığın bu türü öngörülmekteydi. Halka arz edilen hisse senetlerinin üç ay sonunda tamamen satılacağına veya satılamayan kısım olursa bu kısmın da aracı kurum tarafından nakden satın alınacağına ilişkin aracı kurum tarafından zorunlu bir taahhüt verilmeliydi.¹⁴⁹⁵ Burada ihraççı ile aracı kurum arasında, pazarlama ilişkisi mevcuttur ve aracı kurumun, yatırımcıya karşı doğrudan temsil ilişkisinden kaynaklanan vekil gibi sorumluluğu bulunmaktaydı.¹⁴⁹⁶

Aracı kurumun sermaye piyasası aracını, satışından önce peşin ve nakden satın alması ve sonrasında halka arz etmesi sonucu tamamının satılacağını taahhüt etmesi ise, tamamını yüklenim aracılığıdır (*firm commitment underwriting*). Burada arz edilecek sermaye piyasası araçlarının iskontolu bir fiyatla aracı kuruma satışı söz konusu olduğundan ihraççı ile aracı kurum arasında genel hükümler uyarınca satıştan doğan bir sözleşme ilişkisi bulunmaktadır.¹⁴⁹⁷ Dolayısıyla satış sözleşmesine ilişkin genel hükümler, sermaye piyasası mevzuatına aykırı olmadığı sürece burada da uygulanacaktır. Sermaye piyasası hukuku anlamında bir aracılık sözleşmesi bulunmamasına rağmen burada da gerçek bir yüklenim söz konusudur.¹⁴⁹⁸

¹⁴⁹⁴ Ünal (Aracı Kurumlar), s. 74; Turanboy (Yatırım Kuruluşları), s. 94. Söz konusu satın alma taahhüdü, ikincil nitelikte ve gerçek anlamda bir yüklenim olması dolayısıyla aracı kurumun buradaki riski yüksektir, Manavgat (Aracı Kurumlar), s. 64.

¹⁴⁹⁵ Aracı kurumun eSPKn m. 31/1/b uyarınca nakden satın alma taahhüdünden başka bir şeyi taahhüt edemeyeceğine ilişkin ayrıntılı açıklama için bkz. Tekinalp (Esaslar), s. 95.

¹⁴⁹⁶ Burada hukuken garanti sözleşmesinin özel bir şekli olan 'başkasının fiilini taahhüt' eden aracı kurumun, TBK m. 128 (eBK m. 110) anlamında sorumluluğu doğacaktır, Ünal (Aracı Kurumlar), s. 75 ve 275; Tekinalp (Esaslar), s. 79-80.

¹⁴⁹⁷ Aracı kurumun üçüncü kişilere karşı kendi nam ve hesabına hareket etmesi halinde üçüncü kişi yatırımcıya karşı genel hükümlerdeki taşınır mal satışından doğan satıcının sorumluluğu gibi sorumlu olmaktadır, Ünal (Aracı Kurumlar), s. 77.

¹⁴⁹⁸ Manavgat (Aracı Kurumlar), s. 65.

cccc. Sorumluluğunun Esasları

Aracı kurumların inceleme yapma yükümlülüğüne ve halka arzda gerekli belgeleri hazırlamada ve aracılık edilen sermaye piyasası aracının fiyatının belirlenmesindeki etkin rollerine uygun olarak,¹⁴⁹⁹ SPKn m. 10'da izahnameler için öngörülen sisteme göre lider aracı kurum, ikinci derecede ve miktar itibariyle sınırlı bir sorumluluğa sahiptir. SPKn m. 10 uyarınca tüm aracı kurumlar değil, ancak aracılık konsorsiyumu varsa, sadece lider aracı kurum, izahnameyi imzalamamış bile olsa burada yer alan bilgilerin doğru ve gerçeğe uygun olduğunu araştırma yükümlülüğü altındadır. Aracı kurumun eksik, yanlış veya yanıltıcı bilgilerden sorumluluğu ikincil bir sorumluluk olduğu için aracı kurumun sorumluluğunun doğması için var olan zararın ihraççıdan tazmin edilememiş olması gerekmektedir.

2499 sayılı eSPKn m. 7/2 uyarınca izahname ve sirkülerdeki bilgilerin doğru ve gerçeği yansıtmamasından aracı kuruluşlar, bankalar ve konsorsiyumun diğer üyeleri sorumlu tutulmaktaydı. Ancak SPKn m. 32/1 ve 10/1 uyarınca “*lider aracı kurumun*” ve İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 25/1 uyarınca “*aracı lider kuruluşların*” sorumlu olacağı belirlenmiştir. Yine de, SPKn m. 32 ve konsorsiyumda geçerli olan her üyenin kendi görevli olduğu kısımla sorumlu olması kuralı gereği, kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayan eş liderlerin de aynı derecede sorumlu tutulmaları gerekmektedir.¹⁵⁰⁰

¹⁴⁹⁹ Ayoğlu (İzahname), s. 640; Turan, s. 210; İslamoğlu, s. 111. Aracı kurumların, halka arzda, arz edilen sermaye piyasası aracının fiyatlanması ve pazarlanmasına ilişkin iki görevi bulunmaktadır. Arz edilen araçların yatırımcı tarafından kabul edilebilecek bir fiyattan satılması ve bu doğrultuda arzın riski, aracı kurumun üzerindedir, Türker Uludağ, D.: Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem-Sermaye Yeterliliği, SPKı Yayınları No 134, Ankara 2001, s. 107.

¹⁵⁰⁰ Kara (Sorumluluk), s. 146.

Aracılık konsorsiyumunda bir veya daha fazla lider aracı kurum atanarak yönetim yetkileri devredilir ve lider aracı kurumun, sermaye piyasası aracının fiyatının gerçeğe uygun belirlendiğini onaylamaları anlamında¹⁵⁰¹ onay yükümlülüğü diğerlerine göre daha ağırdır. Nitekim yatırımcı bakımından hangi bilgilerin daha önemli görüleceğini bilen, ihraççının hukuki ve ekonomik durumu üzerinde inceleme ve araştırma (*due diligence*) yapan aktörler olarak aracı kurumların sorumlu olmaları doğaldır.¹⁵⁰² Buna uygun olarak da kamuyu aydınlatma belgelerini imzalama yetkisi İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 7/4 uyarınca lider aracı kurumda ya da eş lider aracı kurumlardadır.

İhraççının, aracı kurumun iştiraki olması durumunda aracı kurumun, verilen bilgilerin doğruluğunu inceleme ve araştırma yükümlülüğünün klasik bir aracılık ilişkisindeki aracı kurumdan daha ağır olup olmadığı doktrinde tartışmalıdır.¹⁵⁰³ Aracı kurumun bu araştırma yükümlülüğü, belgelerin dayandığı ticari defter ve belgeleri incelemek ve bu konuda gereken yeterli özeni göstermekle sınırlı kabul edilmekteydi.¹⁵⁰⁴ Ancak burada aracı kurumun kusurunun ispatlanması sorunu ortaya çıkmakta ve kanunun açık lafzı dolayısıyla ispat yükünün yatırımcının üzerinde olduğu düşünülmektedir. Bu noktada kamuyu aydınlatma belgesindeki yanlışlık, yanıltıcılık

¹⁵⁰¹ Ayoğlu (İzahname), s. 640; aracı kurumların bu durumda düzenleyici bir rol üstlendikleri de belirtilmiştir, Manavgat (Menfaat Şartı), s. 34.

¹⁵⁰² Ayoğlu (İzahname), s. 640; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 135-136; İslamoğlu, s. 111; Uçar, s. 94.

¹⁵⁰³ Ayoğlu (Halka Arz), s. 132, dn. 418.

¹⁵⁰⁴ Ünal (Aracı Kurumlar), s. 275-276; Kara (Sorumluluk), s. 145. ABD hukukunda aracı kurumun araştırma yükümlülüğü kapsamında göstermesi gereken özen yükümlülüğünün ölçütü, Escott davasında ve 1933 tarihli Kanun §11(c) hükmünde 'basiretli bir kimsenin kendi mülkünü yönetirken yapacağı makul araştırma' olarak belirlenmiştir; bkz. Escott Davası, s. 697. Ancak bu ölçütün çok geniş olduğuna yönelik eleştiri için bkz. Knauss, s. 50 vd.

veya eksiklik dolayısıyla zarara uğradığını iddia eden yatırımcının, aracı kurumun kusurlu olduğunu ispatlaması gerekmektedir.¹⁵⁰⁵

Aracı kurumun, Yatırım Hizmetleri Tebliği¹⁵⁰⁶ m. 54 uyarınca özellikle kamunun ihraççı ile ilgili olarak doğru bilgilendirilmesi hususu başta olmak üzere halka arzın her aşamasında özen ve en iyi gayreti gösterme yükümlülüğü vardır. 2499 sayılı eSPKn m. 7/2 döneminde de olduğu üzere, aracı kurumun araştırma yükümlülüğü kapsamında ihraççıya ait belgeleri incelerken sahip olduğu özen yükümlülüğünü hafifleten hükümler aracılık sözleşmesinde yer alamaz.

ççç. İhraççının Yönetim Kurulu Üyeleri

İhraççının yönetim kurulu üyeleri de SPKn m. 10 ve 32 uyarınca ve TTK m. 549'daki görevi üstlenmeleri dolayısıyla kamuyu aydınlatma belgelerindeki yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden dolayı sorumludur. Yönetim kurulu üyelerinin kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğu üç ihtimal dahilinde meydana gelecektir.¹⁵⁰⁷ Yönetim kurulu üyeleri öncelikle SPKn m. 10 gereği izahnameler için ikinci derecede sorumlu olarak sorumluluğun şartları sağlandığı sürece sorumlu olabilecektir. Diğer ihtimalde SPKn m. 32 uyarınca izahname dışındaki diğer kamuyu aydınlatma belgelerindeki gerçeğe aykırı bilgilerden dolayı, bu belgeleri imzaladıkları takdirde sorumlu olacaklardır.

¹⁵⁰⁵ Yatırımcı ayrıca kendi zararı ile aracı kurumun gerekli özeni göstermedeki eksikliği arasındaki nedensellik bağına kanıtlamalıdır. Ancak bu ispat tam bir ispat olmayıp sadece yaklaşık ve soyut bir ispattır, Ayoğlu (İzahname), s. 643; BGE 132 III, E.3.2.1., 28. August 2006, (<<http://www.servat.unibe.ch/dfr/bge/c3132715.html>>, Erişim Tarihi: 12.01.2019).

¹⁵⁰⁶ Seri III, No: 37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, 11.07.2013 tarihli ve 28704 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

¹⁵⁰⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 128-129.

Son ihtimalde ise ihraççının gerek SPKn m. 10 gerek SPKn m. 32 uyarınca sorumlu olduğu her halde ortaklığın sorumluluğu, büyük olasılıkla yönetim kurulu üyelerinin kusurlarından kaynaklanacağı için SPKn m. 2/2 dolayısıyla TTK m. 553 gereğince sorumlu, yönetim kurulu üyeleri olacaktır. Ancak şüphesiz, zarar gören yatırımcı, zarar talebini ihraççı ortaklığa yöneltecek ve yatırımcının zararını karşılayan ihraççı ise, iç ilişkiye yönelerek yönetim kurulu üyelerine rücu edecektir. Nitekim bu ihtimaldeki sorumluluk artık sermaye piyasası mevzuatından değil, tamamen ortaklıklar hukukuna dayalı ilişkiden ve düzenlemelerden kaynaklanmaktadır.

İlk ihtimale göre, yönetim kurulu üyelerinin, SPKn m. 10/1 uyarınca *“kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde”* ikinci derecede sorumlu olacakları belirtilmiştir. Dolayısıyla burada özellik arz eden husus ihraççı ortaklığın yönetim kurulu üyelerinin TTK m. 557 uyarınca farklılaştırılmış teselsül hükmü gereğince sorumluluklarının niteliğinin değişmesidir. Diğer kamuyu aydınlatma belgeleri için müteselsil sorumluluk (TBK m. 61) öngörülmüşken, sadece izahname için ikinci derecede sorumlular açısından farklı bir uygulamanın olması ve TTK m. 557/2'nin burada uygulama alanı bulmaması da yatırımcının korunması amacına ters düşmektedir.

Sadece izahname açısından ikinci dereceden sorumlu olanların sorumluluğunun farklılaştırılmış teselsül sorumluluğu olmasının kanun koyucunun bilinçli bir tercihi olduğu görülmektedir.¹⁵⁰⁸ Ancak yatırımcının korunması amacına ters düşen bu durumu bertaraf etmenin ve yatırımcının TTK m. 557/2 uyarınca kamuyu aydınlatma

¹⁵⁰⁸ Memiş/ Turan, s. 79. Turan, kanun koyucunun birebir aynı ifadelerin SPKn m. 10'da kullanmasından ötürü bu konuda TTK m. 557'den esinlendiğini ve kamuoyuna sunulan kanun taslağının ilk halinde sorumluluğun müteselsil olduğunu ancak sonrasında sadece izahname için farklılaştırılmış teselsül olarak değiştirildiğini belirtmektedir, Turan, s. 214.

belgelerinden dolayı tüm sorumluları aynı anda dava etmesinin mümkün olduğunu savunan bir görüş de doktrinde mevcuttur.¹⁵⁰⁹ Özellikle TTK m. 557/2’de yer alan kolaylaştırıcı hükümden yararlanarak yatırımcının “*birden çok kişiyi zararın tamamı için birlikte*” dava edebilmesi ve “*hakimin aynı davada her bir davalının tazminat borcunu belirlemesini*” istemesi kanunun lafzına göre söz konusu olamayacaktır.

İkinci ihtimalde, yönetim kurulu üyeleri, izahname dışındaki diğer kamuyu aydınlatma belgelerindeki gerçeğe aykırı bilgilerden dolayı, bu belgeleri imzalamaları halinde sorumludurlar. Söz konusu sorumluluk, SPKn m. 32/3 uyarınca kusur sorumluluğudur ve yönetim kurulu üyeleri, bulunması halinde diğer sorumlu kişilerle birlikte herhangi bir dereceye tabi olmaksızın müteselsilen sorumlu olurlar. Yönetim kurulu üyeleri, bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeğe aykırı olduğunu bilmedikleri ve bu bilgisizliğin kast veya ağır ihmalden kaynaklanmadığını kanıtlamaları halinde sorumluluktan kurtulurlar. Ancak TTK m. 553 dolayısıyla, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluktan kurtulması pek mümkün değildir. Nitekim yönetim kurulu üyelerinin özen yükümlülüğü gereği ortaklık içerisinde üretilen, denetlenen veya onaylanan herhangi bir bilgiyi bilmedikleri savunması ancak ve sadece TTK m. 553/3’teki şartların gerçekleşmesi halinde söz konusu olabilir.¹⁵¹⁰ Ortaklığın bir ticaret odasının verisini kullanması gibi ortaklık dışında üretilen bilgilerin kamuyu aydınlatma belgelerinde kullanılması açısından ise teorik olarak yönetim kurul üyelerinin bu yönde bir savunma

¹⁵⁰⁹ Turan, s. 223.

¹⁵¹⁰ TTK m. 553/3’ün, yönetim kurulunun üst gözetim yetkisinin düzenlendiği TTK m. 375/1/e hükmünün nasıl uygulanacağını gösterdiği ve buna göre yönetim kurulu üyesinin sorumluluğunun her halde, üst gözetime dayandırılmayacağına yönelik eleştiri ve açıklamalar için bkz. Kırca/ Şehirli Çelik/ Manavgat, s. 615 vd. TTK m. 553/3’teki gözetim sorumluluğu için ayrıca bkz. Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar I), s. 389, para. 590 vd.

getirilebilmesi mümkündür. Bun istisnalar dışında yönetim kurulu üyelerinin SPKn m. 32/3'ten yararlanarak sorumluluktan kurutulabilmesi mümkün görünmemektedir.

Aynı işlemde dolayı hem ihraççı ortaklığın hem de yönetim kurulu üyesinin sorumlu olması, TMK m. 50/2 ve TTK m. 371/5'te yer alan, organlarının haksız fiilinden dolayı tüzel kişinin sorumlu olması genel ilkesine aykırılık teşkil ediyor görünmektedir. Ancak doğrudan zararlarda dış ilişkide hem organın hem de tüzel kişinin sorumlu tutulması, zarar gören yatırımcının talep haklarının korunması açısından tazminat talebinin kapsamına ilişkin yerinde ve özel bir düzenlenmedir.¹⁵¹¹

Son ihtimalde ise SPKn m. 32 uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerinden veya SPKn m. 10 uyarınca birinci derecede izahnameden, ihraççının sorumlu olması halidir. Burada ihraççının sorumlu olduğu durumlar, genellikle ihraççının yönetim kurulu üyelerinin kusurundan kaynaklanacağı için yönetim kurulu üyelerinin de TTK m. 553/1 uyarınca ihraççı ortaklığa karşı sorumluluğu söz konusu olacaktır.¹⁵¹²

Genel hükümlere göre kast veya ihmal ile yatırımcının zarara uğramasına sebep olan bir yönetim kurulu üyesi, tüzel kişi ihraççı ile arasındaki iç ilişkide rücu talebi ile karşılaşabilecektir. SPKn m. 10'da yönetim kurulu üyesinin ihraççı ile farklı derecelerde de olsa, sorumlu olarak sayılması, normal şartlarda iç ilişkide kalacak rücu ilişkisini, kanuni düzenleme ile dış ilişkiye taşıyarak, yönetim kurulu üyesine karşı yatırımcıya bir talep hakkı tanımıştır.¹⁵¹³ Bu durum, yatırımcının zararını karşılayan ihraççı ortaklığın,

¹⁵¹¹ Turan, s. 205. SPKn m. 32'nin, TTK m. 553/1 hükmünün bir uzantısı olduğu ve yönetim kurulu üyesinin kusuru ile pay sahibi veya alacaklının malvarlığını azaltmış veya artma olanağını ortadan kaldırmışsa, bu haksız fiilinden dolayı yönetim kurulu üyesinin de TTK m. 371/5 hükmüne rağmen ve SPKn m. 32 uyarınca şahsen sorumlu olması gerektiğine ilişkin bkz. Rüzgar, s. 869.

¹⁵¹² Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 128-129.

¹⁵¹³ Turan, s. 205; Manavgat (Halka Arz), s. 238.

TTK m. 553/1 uyarınca yine iç ilişkiye yönelerek yönetim kurulu üyesine rücu etme hakkına hanel getirmemektedir.¹⁵¹⁴ Dolayısıyla, SPKn m. 10 uyarınca yatırımcının zararını karşılayan ihraççı, TTK m. 553/1 uyarınca ödediği tazminat miktarını kusuru bulunan yönetim kurulu üyesinden talep edebilir. Ancak TTK m. 553 gereği kusuru bulunmayan yönetim kurulu üyeleri veya TTK m. 367 hükmüne uygun olarak yapılmış yönetim yetkisinin devri sonucunda söz konusu yönetim kurulu üyesi TTK m. 553/2 uyarınca izahname için ikinci derecede sorumlu tutulamayacaktır.¹⁵¹⁵ Bu sorumlulukta dereceli sorumluluk yerine sadece ihraççının sorumluluğu düzenlenseydi tazminatın ödendiği her durumda rücu ilişkisi gündeme gelecekti; ancak şu anki durumda sadece ihraççı, zararı tamamen karşıladığı hallerde rücu ilişkisine gidebilecektir.¹⁵¹⁶

SPKn m. 32’de her ne kadar bu belgeleri imzalayan kişilerin sorumlu olacağı belirtilmiş olsa da bu belgeler yönetim kurulundaki tüm üyelerce hazırlanmamaktadır. Yönetim kurulunun çalışma sistemine göre bir veya birkaç üyesi veya tamamen üçüncü bir kişi bu belgelerin hazırlanmasında görevlendirilmiş olabilir. Sonuç olarak kimler tarafından imzalandığından bağımsız olarak kamuyu aydınlatma belgelerinden sadece bu üyelerin veya belgeyi hazırlayan üçüncü kişilerin değil tüm kurul üyelerinin sorumluluğundan bahsetmek daha doğrudur.¹⁵¹⁷ Yönetim kurulu üyelerinin ihraççı ortaklığa karşı sorumluluklarının sözleşmesel nitelik taşıdığı; dolayısıyla ortaklık alacaklıları ve ortakların, TTK’da kendilerine tanınan dava hakkı kapsamında yönetim kurulu üyelerine karşı açacakları davalarda sözleşmeye aykırılık sebebine

¹⁵¹⁴ Turan, s. 205; Manavgat (Halka Arz), s. 238.

¹⁵¹⁵ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 129.

¹⁵¹⁶ Turan, s. 205.

¹⁵¹⁷ Kara (Sorumluluk), s. 144 ve 168.

dayanabilecekleri ortaklıklar hukuku doktrinde ileri sürülmektedir.¹⁵¹⁸ Yönetim kurulu üyeleriyle yatırımcı arasında görünürde herhangi bir sözleşme ilişkisi olmamasına rağmen benzer şekilde yönetim kurulu üyelerinin yatırımcılara karşı sorumluluğunda da bu görüşün geçerli olabileceği savunulmaktadır.¹⁵¹⁹

Yönetim kurulu üyelerinin ve bu kapsamda değerlendirilmesi gereken fiili organların, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğuna da TTK m. 553'teki düzenlemenin uygulanması gerekmektedir. BGE kararı¹⁵²⁰ uyarınca yönetici olarak seçilip tescil edilmemiş, ancak ortaklıkla arasındaki özel ilişkiye dayanarak yönetim kurulu kararlarının alınmasında önemli bir rolü bulunan kişi, fiili organdır ve diğer üyeler gibi sorumlu olmalıdır.¹⁵²¹ Ayrıca iş insanı kararı gereği yönetim kurulu üyelerinin kusurunu, davacının ispatlaması, TTK m. 553 gereği sorumlu olabilmesi için şarttır. Bu ilkenin sadece ticari davalarda uygulanacağı ve fakat bilgilendirme yükümlülüğüne dayanan sorumlulukta uygulanmayacağı, Alman hukukunda kabul edilmiştir.¹⁵²² Ancak kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlali halinde bu ispat yükünü, davacı yatırımcıya değil ihraççının yönetim kurulu üyelerine yüklemek daha isabetlidir¹⁵²³ ki bu sebeple SPKn m. 32/3 gereği kusur karinesi kabul edilmiştir.

¹⁵¹⁸ Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu (Ortaklıklar I), s. 390, para. 591. Bu ilişki, kural olarak nitelik itibariyle vekalet sözleşmesidir, Pulaşlı (Şerh), s. 975, para. 140.

¹⁵¹⁹ Turan, s. 211.

¹⁵²⁰ BGE 117 II 570, E.3.3., 12. Dezember 1991, (<<http://www.servat.unibe.ch/dfr/bge/c2117570.html>>, Erişim Tarihi: 28.01.2019).

¹⁵²¹ Çatakoğlu (Sorumluluk), s. 123, dn. 24.

¹⁵²² Kervankıran, E.: *Alman Hukuku'nda Business Judgment Rule'nin Kodifikasyonu-Türk ve Amerikan Hukuku İle Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme*, Hüseyin Ülgen'e Armağan, Cilt I, Vedat, İstanbul 2007, s. 254.

¹⁵²³ Çatakoğlu (Sorumluluk), s. 125, yazar burada TTK m. 553 gereği yönetim kurulu üyelerinin kusurlu olduklarının davacı tarafından ispat edilmesi durumunu eleştirmektedir; ancak SPKn m. 32/3'ün açık bir şekilde kusur karinesi getirdiğini gözden kaçırmamak gerekmektedir.

ddd. Garantör

SPKn m. 10/1 ve 32/1 uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerinde imzası bulunan garantörler de zarardan sorumlu tutulmuştur. Garantörü tanımı, III-52.1 sayılı Tebliğ¹⁵²⁴ m. 3/1/ğ'de “*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 ortaklıkları*” şeklinde yapılmaktadır. Garantör, yatırımcıya geri ödeme yükümlülüğüne ilişkin garanti veren banka ve sigorta ortaklıklarıdır. Ancak halka arzlarda garanti şartı söz konusu değildir.

Garanti sözleşmesi, sözleşme özgürlüğü ilkesi çerçevesinde yapılan ve Türk hukukunda açıkça düzenlenmemiş olması dolayısıyla borçlar hukuku doktrinindeki baskın görüş uyarınca *sui generis* bir sözleşmedir.¹⁵²⁵ Bu tür isimsiz sözleşmelerde hüküm bulunmaması halinde uygulanacak hukuk belirlenirken, TBK'nın genel hükümlerinin öncelikle uygulanacağı, ancak burada hüküm bulunmayan hallerde ise TMK m. 2 dolayısıyla hakimin hukuk yaratma yetkisi kapsamında TBK'nın özel hükümlerinin uygulanacağı kabul edilmektedir.¹⁵²⁶ Doktrinde garanti sözleşmesinin, üçüncü kişinin

¹⁵²⁴ Seri III, No: 52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, 09.07.2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

¹⁵²⁵ Yavuz, C.: Borçlar Hukuku Dersleri-Özel Hükümler, 15. Baskı, Beta, İstanbul 2018, s. 827; Tandoğan (Özel Borç İlişkileri), s. 14; Eren, F.: *İsimsiz Sözleşmelere İlişkin Bazı Sorunlar*, Turgut Akıntürk'e Armağan, Beta, İstanbul 2008, s. 90 ve 99; Uçar, s. 106.

¹⁵²⁶ Eren, F.: Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 4. Baskı, Yetkin, Ankara 2017, s. 882-883; Eren (İsimsiz Sözleşme), s. 100; Develioğlu, H. M.: Kefalet Sözleşmesini Düzenleyen Hükümler Işığında Bağımsız Garanti Sözleşmeleri, Vedat, İstanbul 2009, s. 73.

fiilini üstlenme kurumundan daha geniş kapsamlı olduğu belirtilse de TBK m. 128'in garanti sözleşmelerine de uygulanacağı kabul edilmektedir.¹⁵²⁷

Garanti sözleşmesi, asıl borçtan tamamen bağımsız bir borç içeren ve tek tarafa borç yükleyen bir sözleşmedir.¹⁵²⁸ Bu sözleşmenin konusu, bir üçüncü kişinin belirli bir edimi yerine getirmemesi veya sözleşme konusu bir olayın gerçekleşmesi halinde meydana gelen olumlu zararın tazminidir.¹⁵²⁹ Sermaye piyasasında verilecek garantinin niteliği itibarıyla, burada sözleşmenin, garantör ve üçüncü kişi arasında bir hukuki ilişki bulunmaması dolayısıyla saf garanti sözleşmesi olacağını söylemek mümkündür. Nitekim saf garanti sözleşmesinde, garantör, üçüncü kişinin edimini değil, herhangi bir sonucu borç olarak üstlenerek bağımsız bir taahhütte bulunmaktadır.¹⁵³⁰ Burada TBK'nın genel hükümlerindeki eser sözleşmesinin hükümlerinin uygulanması, özellikle belirli bir sonucun üstlenmesi sebebiyle garanti sözleşmesinin niteliğine daha uygun düşmektedir. Garanti sözleşmesinde yazan edimin gerçekleşmesi üzerine, garantörün veya lehine garanti verilenin kusuru aranmaksızın meydana gelen müspet zararın tazmin edilmesi borcu doğmaktadır.

¹⁵²⁷ Tekinalp (Banka), s. 519-520, para. 39-108; Şahin, T.: Üçüncü Kişinin Edimini Taahhüt, Yetkin, Ankara 2010, s. 26-27; Tandoğan (Garanti), s. 46-47. Eren, ayrıca garanti sözleşmesinde garantörün sadece üçüncü bir kişinin fiilini değil bunun yanı sıra başka bağımsız risk veya fiileri de üstlenebileceğini; dolayısıyla garanti sözleşmesinin kapsamının daha geniş olduğunu belirtmektedir, Eren (Genel Hükümler), s. 1178-1179; Yavuz, s. 825-826; Oğuzman/ Öz (Cilt II), s. 414-415, para. 1182-1183.

¹⁵²⁸ Tandoğan (Özel Borç İlişkileri), s. 829; Yavuz, s. 826; Eren (Özel Hükümler), s. 767; Develioğlu, s. 73 ve 75.

¹⁵²⁹ Eren (Özel Hükümler), s. 767; garanti sözleşmesindeki riskin gerçekleşmesi halinde garantörün ediminin içeriğinin doğrudan tazminat borcu olarak adlandırılmayacağına ve bunun sözleşme ile belirleneceğine ilişkin olarak bkz. Develioğlu, s. 294 vd. Ayrıca ödeme talebinin hakkın kötüye kullanılması teşkil ettiği durumlarda ödeme yapmama borcuna ilişkin olarak bkz. Develioğlu, s. 340 vd.

¹⁵³⁰ Şahin, s. 36; Tandoğan (Özel Borç İlişkileri), s. 808; Yavuz, s. 828; Develioğlu, s. 305; İslamoğlu, s. 108.

Garantörün sorumluluğu, garanti sözleşmesi uyarınca kusurunun olmadığı hallerde dahi, sözleşmede öngörülen sonucun meydana gelmesi halinde garantörün sorumlu olmasından hareketle, kusura dayanmayan sözleşmesel sorumluluktur. SPKn m. 10 ve 32 bağlamında ise ikinci derecede ve diğer sorumlularla beraber müteselsilen sorumlu olan garantörün yatırımcıya karşı sorumluluğunun hukuki niteliği, kanundan doğan sorumluluktur.¹⁵³¹

eee. Diğer Sorumlular

SPKn m. 10/2 uyarınca bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme 'gibi' kişi veya kurumlar, izahnameye dayanak ve onun eki niteliğindeki raporları hazırlamaları koşuluyla bu raporlardaki bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasından ötürü sorumlu olurlar. Dayanak raporları hazırlayan veya imza eden kişilerin de yerine getirdikleri onay fonksiyonları dolayısıyla kendi kısımlarından sorumlu olmaları yerindedir (*ratio legis*).¹⁵³² Ayrıca izahnameden doğan bu sorumluluğun, dereceli sorumluluk sisteminde nerede olduğu da sorumluluğun hukuki niteliği de belirli değildir.¹⁵³³ Doktrinde bizim de katıldığımız bir görüşe göre, izahnameden dolayı bu kuruluşların sorumluluğunun dereceli sisteme girmediği ve ikinci derecede bir sorumluluk niteliğinde olmadığı ileri sürülmekle beraber bu sorumluluğun bağımsız bir sorumluluk türü olduğu belirtilmektedir.¹⁵³⁴

¹⁵³¹ Garantörün izahnameden doğan sorumluluğunun, garanti sözleşmesinin niteliği gereği kusursuz sorumluluk olduğuna ilişkin olarak bkz. Memiş/ Turan, s. 77; Turan, s. 211, dn. 60.

¹⁵³² Ayoğlu (Halka Arz), s. 132, dn. 418; Adıgüzel, s. 38.

¹⁵³³ Memiş/ Turan, s. 77-78; Urkan, s. 287.

¹⁵³⁴ Arıcı, s. 119; Memiş/ Turan, s. 77-78. Urkan'a göre bağımsız denetim kuruluşlarının ihraççı ile birlikte birinci derecede sorumlu olması gerekir, s. 287; ancak bu durumda ihraççının SPKn m. 32/3'teki imkandan yararlanıp yararlanamayacağı belirsizdir, s. 287, dn. 521.

SPKn m. 32/1'deki sayma sınırlı olmayıp bağımsız denetim raporu da dahil kamuyu aydınlatma belgelerinde imzası bulunan '*herkesin*' sorumlu olduğu, maddede açıkça belirtilmiştir. Ayrıca bu sorumluluğa ek olarak SPKn m. 32/2 uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerini hazırlayan veya hazırlanmasına dayanak olan raporları hazırlayan bağımsız denetim, derecelendirme veya değerlendirme kuruluşları gibi kurum ve kuruluşlar da imzaladıkları kısımlarla ilgili yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi dolayısıyla kusurlarıyla verdikleri zararlardan sorumludurlar. Bu ihtimalde, söz konusu kuruluşlarca hazırlanan raporlar, bir kamuyu aydınlatma belgesinin eki niteliğinde olabilir veya bu belgenin içeriğinde bulunabilirler. Dolayısıyla bu kurum ya da kuruluşlar, kamuyu aydınlatma belgesinin tamamından değil sadece imzaladıkları veya hazırladıkları kısımlar ile kamuyu aydınlatma belgelerinin hazırlanmasına dayanak olan belge ve/veya raporları hazırladıkları durumlarda sorumludurlar, ki bu da kısmi sorumluluktur.¹⁵³⁵

SPKn m. 32/1'de finansal raporlar gibi kamuyu aydınlatma belgelerini '*imzalayanlar*' sorumlu olarak sayılmış iken SPKn m. 32/2'de kamuyu aydınlatma belgelerine dayanak raporları '*hazırlayanlar*' sorumlu tutulmuştur. Her iki hüküm dikkate alındığında, kamuyu aydınlatma belgelerine dayanak raporları hazırlayan değil, '*imzalayan*' kimselerin sorumlu tutulması gerektiği doktrinde ileri sürülmüştür.¹⁵³⁶ Ancak kanunun açık lafzı karşısında dayanak raporları hazırlayanların sorumlu olacağına şüphe duyulmazken, dayanak raporları imzalayanların sorumluluğu bu noktada tartışılmalıdır. Söz konusu dayanak raporlar, kamuyu aydınlatma belgelerinin eki niteliğinde veya içeriğine dahilse ise, bu raporları imzalayanların da SPKn m. 32/1

¹⁵³⁵ Burada bağımsız denetim kuruluşlarının kısmi sorumluluklarının, görev alanına giren raporlar bakımından neredeyse objektif bir sorumluluk yaklaşımıyla düzenlendiği dolayısıyla diğer hususlarda bu kuruluşların SPKn m. 32/3'te yer alan imkandan yararlanmasının gerektiği belirtilmiştir, Urkan, s. 282, dn. 512.

¹⁵³⁶ Kara (Sorumluluk), s. 164.

uyarınca sorumlu tutulmaları makuldür. Dayanak raporların, kamuyu aydınlatma belgelerinin eki niteliğinde ve içeriğine dahil olmadığı, bu belgelerde dayanak raporlara sadece atıf yapıldığı hallerde ise dayanak raporları hazırlayanların yanı sıra, bu raporların doğruluğuna dair altına imza atma suretiyle doğruluğunu onaylayanların da sorumlu olmaları gerektiği kanaatindeyiz. Bu imza sahiplerinin kusur dereceleri ne olursa olsun aralarında müteselsil sorumluluk hükümleri uygulanır.¹⁵³⁷

SPKn m. 63'ün ilk cümlesi ve Bağımsız Denetim Yönetmeliği m. 44'ün ilk kısmı uyarınca bağımsız denetim kuruluşları tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporları açısından farklı bir kısmi sorumluluk daha öngörülmüştür. SPKn m. 63'e göre bağımsız denetim kuruluşları, görevlerinin kapsamı ile sınırlı olmak kaydıyla, denetledikleri finansal tablo ve raporların mevzuata uygun olarak denetlenmemesinden doğan zararlardan denetim raporunu imzalayanlarla birlikte sorumlu tutulmaktadırlar. Ancak Bağımsız Denetim Yönetmeliği m. 44'te bağımsız denetim kuruluşunun ve denetçinin sorumluluğu, denetimin genel olarak mevzuata uygun yapılmamasına değil, daha da özel nitelikteki düzenleme olan TDS'na uygun yapılmamasına bağlanmıştır. Görüldüğü üzere Yönetmelikte, SPKn'na nazaran sorumluluğun kapsamı sınırlanırken, sorumlu olan kişiler genişletilmiştir.

Diğer taraftan TTK m. 554 uyarınca '*TMS*'ye, *kanuna ve esas sözleşmenin finansal tablolarına ilişkin hükümlerine*', '*dürüst resim ilkesine*' uyulması ve TTK m. 404/1 uyarınca '*denetimin dürüst ve tarafsız şekilde yapılması*' gibi kanuni görevlerinin yerine getirilmesinde kusuru bulunan bağımsız denetçinin, yatırımcının zararlarından sorumluluğu söz konusudur. Bağımsız denetim kuruluşunun sorumluluğuna ilişkin bu

¹⁵³⁷ Kara (Sorumluluk), s. 169.

düzenleme 660 sayılı KHK m. 24'te¹⁵³⁸ de benzer şekilde yer almıştır. Buradaki sorumluluk denetimin yapılışından kaynaklanan sorumluluk olup SPKn m. 32'de yer alan bilgilerin doğruluğu veya gerçeğe uygunluğuna dayanan bir sorumluluk değildir. Denetim kuruluşları, ortaklıkla imzaladıkları anlaşma gereğince denetim faaliyetini usulüne uygun yürütmekle yükümlüdür; aksi halde herhangi bir usulsüzlük, sözleşmeye aykırılık teşkil edecektir.

Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının, SPKn m. 63'ün devamında, maddenin ikinci cümlesinde, SPKn m. 32 ve Bağımsız Denetim Yönetmeliği m. 44'e paralel olarak, kamuyu aydınlatmadan doğan başka bir sorumlulukları daha bulunmaktadır. Bu kuruluşlar, faaliyetleri neticesinde düzenledikleri raporlarda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasından kaynaklanan zararlardan sorumlu tutulmuşlardır. Ayrıca bu noktada Bağımsız Denetim Yönetmeliği m. 44 hükmünün, sorumlu kişileri, bağımsız denetim kuruluşları ve *denetçiler* olarak belirlemesi sebebiyle, SPKn'daki düzenlemeyi genişlettiği görülmektedir.¹⁵³⁹

Denetim kuruluşları, hazırladıkları denetim raporu dolayısıyla potansiyel yatırımcıda oluşacak güven, karine teşkil edecek kadar derin olduğu için bu raporda yer alan bilgilerin doğruluğundan dolayı yatırımcıya karşı da sorumlu olabilmektedir.¹⁵⁴⁰

Doktrinde bu sorumluluk, yatırımcı ile denetim kuruluşu arasındaki güven esas alınarak

¹⁵³⁸ 26.09.2011 tarihli ve 660 sayılı Kamu Gözetim, Denetim ve Muhasebe Standartları Kurumunun Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 02.11.2011 tarihli ve 8103 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

¹⁵³⁹ eSPKn dönemindeki benzer bir değerlendirme ve görüş için bkz. Yavaşoğlu, M.: Sermaye Piyasası Mevzuatında Bağımsız Denetim-Yorum, Uygulama ve Açıklamalar, Seçkin, Ankara 2001, s. 41.

¹⁵⁴⁰ İhtiyar, s. 67, dn. 32.

güven sorumluluğu olarak nitelendirilmektedir.¹⁵⁴¹ SPKn m. 10 ve 32 olmasaydı dahi SPKn m. 63, bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının sorumlu tutulabilmeleri için yeterli olabilirdi.¹⁵⁴² Hatta SPKn m. 63 olmasaydı da, TBK m. 112 uyarınca bağımsız denetim kuruluşunun, ortaklığa karşı sözleşmesel sorumluluğu ve çalıştırdığı bağımsız denetçiler için TBK m. 116 uyarınca yardımcı kişilerin eylemlerinden sorumluluğu bulunacaktır; ancak SPKn m. 63'te genel hükümlerden farklı olarak bağımsız denetim kuruluşu ve bağımsız denetçilerin, müteselsilen sorumlulukları düzenlenmiştir.¹⁵⁴³

SPKn m. 20 uyarınca da yönetim kurulu üyelerinin ve bağımsız denetim kuruluşlarının, kar payı avansında kullanılan ara dönem finansal raporlardan dolayı ortaklığa, pay sahiplerine, ortaklık alacaklılarına veya kar payı avansının ödendiği kişiye karşı sorumlu tutulabilecekleri başka bir hal söz konusudur: Kusur şahsen kendilerine yükletilebiliyorsa yönetim kurulu üyeleri ve kendi hazırladıkları raporlarla sınırlı olarak bağımsız denetim kuruluşları, bu finansal tabloların gerçeği yansıtmamasından veya mevzuata, muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak hazırlanmamış olmasından doğacak zararlardan sorumludur. Yönetim kurulu üyeleri ve bağımsız denetim

¹⁵⁴¹ Kütükçü (Sermaye Piyasası), s. 202; Kırca, s. 111. Bağımsız denetim kuruluşu ile yatırımcı arasında bir sözleşme ilişkisi olmaması dolayısıyla sözleşmeye aykırılık hükümlerine gidilememektedir. Ayrıca yatırımcı ile bağımsız denetim kuruluşu arasında bulunan bu özel ilişki sebebiyle haksız fiil sorumluluğu da söz konusu olmamaktadır. Doktrin, bu güven sorumluluğunu, diğer sorumluluk türlerinden tamamen bağımsız şekilde değerlendirmiştir.

¹⁵⁴² Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 40.

¹⁵⁴³ Urkan, s. 288-289. SPKn m. 63'teki bu düzenlemede bağımsız denetim kuruluşları açısından sadece ortaklığa karşı sorumluluğun düzenlendiği ileri sürülmüştür, bkz. Urkan, s. 289.

kuruluşları arasındaki sorumluluk SPKn m. 20'deki "kusurlarına ve durumun gereklerine göre" ifadesi dolayısıyla farklılaştırılmış teselsül sorumluluktur.¹⁵⁴⁴

3. Yetkili ve Görevli Mahkeme

Kural olarak tazminat davasındaki uyuşmazlık, TTK m. 4/1/e ve f uyarınca ticari davadır ve bu davaya bakmakla görevli mahkeme, TTK m. 5/1 uyarınca asliye ticaret mahkemesidir. Yetkili mahkeme ise genel hükümlere göre belirlenecektir, ki bu da kural olarak HMK m. 6 uyarınca¹⁵⁴⁵ davalının yerleşim yeri mahkemesidir. Davalının yerleşim yeri mahkemesi, ortaklığın merkezinin bulunduğu yer mahkemesidir. Ayrıca HMK m. 16 gereği, hukuka aykırı fiilin işlendiği yer mahkemesinde de dava açılabilir.

TTK m. 5/A hükmünde konusu bir miktar paranın ödenmesine ilişkin ticari dava niteliğindeki tazminat davalarında arabuluculuk, dava şartı olarak düzenlenmiştir. Dolayısıyla sermaye piyasası mevzuatına dayalı olarak zarar gören yatırımcının açacağı tazminat davalarında zorunlu arabuluculuk söz konusudur.

4. Sorumsuzluk Halleri

SPKn m. 32/7 uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu hafifleten veya kaldıran anlaşmalar veya ifadeler, dış ilişkide yatırımcıya karşı geçersizdir, ancak rücu ilişkisinde bu tür anlaşmalara göre sorumluluk belirlenecektir.¹⁵⁴⁶ Örneğin uygulamada ihraççı ile aracı kurum arasında yapılan yetkilendirme sözleşmesinde yer alan ve izahnamedeki bilgilerin doğruluğundan sadece

¹⁵⁴⁴ Bu sorumluluktan kurtulabilmek için de SPKn m. 20/2 uyarınca pay sahibi ve yönetim kurulu üyeleri, kar payı avansının dağıtılmasından itibaren 30 gün içinde bu yönetim kurulu kararının iptali için dava açabilir.

¹⁵⁴⁵ 12.01.2011 tarihli ve 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu, 04.02.2011 tarihli ve 27836 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

¹⁵⁴⁶ Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 43.

ihraççının sorumlu olacağına dair hüküm, yatırımcıya karşı ileri sürülemez.¹⁵⁴⁷ Bu doğrultuda ABD’de aracı kurumun, ihraççının gerçeği sakladığını bildiği halde sessiz kalması veya kusuru söz konusu ise kamu düzeni sebebiyle aracı kurumun sorumluluğu herhangi bir şekilde hafifletilemez ve kaldırılamaz.¹⁵⁴⁸ Benzer şekilde, Türk hukukunda da SPKn m. 32/7 hükmünün, TBK m. 115/3’ün özel bir görünüm şekli olduğu açıktır.

SPKn m. 32/5 uyarınca bazı hallerde zarar doğmuş olsa bile sorumluluk doğmamakta, diğer bir ifadeyle nedensellik bağı kesilmektedir. Buna göre öncelikle, bir sermaye piyasası aracının satışında işlem nedenselliğinin bulunmaması halinde SPKn m. 32/5/a uyarınca zararın tazmini gerekmeyecektir. Sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının kamuyu aydınlatma belgelerine dayanmaması halinde yani, yatırımcı kamuyu aydınlatma belgelerine bağlı olmaksızın söz konusu sermaye piyasası aracını aldıysa veya sattıysa zarar, bu hükme göre tazmin edilmez. Burada yatırımcının yatırım kararı yanlış, yanıltıcı veya eksik açıklamaya dayanmamakta, tamamen bağımsız şekilde alınmaktadır. Yatırımcının zararı ile hukuka aykırı bilgilendirme arasında herhangi bir nedensellik bağı kurulamadığı için sorumluluğun şartları sağlanamamış olmaktadır. Açığa satış, bilgisayar programına dayalı işlemler gibi işlemlerde yatırım kararı, fiyat dışında çeşitli etkenlere bağlı olmakla birlikte yatırım kararını tetikleyen olgular esasen hukuka aykırı açıklanan bilgiyle oluşan fiyatlara dayandığından bu tür işlemleri SPKn m. 32/5/a’nın kapsamına sokmamak, bu kapsamı dar tutmak gerekmektedir.¹⁵⁴⁹

İkinci olarak, SPKn m. 32/5/b bendine göre sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının, belgelerdeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu bilinmesine

¹⁵⁴⁷ İnceoğlu, s. 137; Kara (Aracılık Faaliyetleri), s. 137.

¹⁵⁴⁸ Ayoğlu (Halka Arz), s. 147.

¹⁵⁴⁹ Manavgat (Halka Arz), s. 244; Keskin, s. 119.

rağmen yapılmış olması halinde yatırımcı, uğradığı zararı isteyemeyecektir. Burada yatırımcı kamuya, hukuka aykırı bir açıklama yapıldığını çeşitli kişisel sebeplerle bilmektedir; ancak bunu bile bile yatırım kararını vermektedir. Örneğin, bir ortaklığın denetçisi konumundaki kişinin, görevi sebebiyle edindiği bilgilere göre, ortaklığın kamuya yaptığı açıklamanın yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunu bildiği halde yine de ortaklığın paylarını satın alması halinde bilginin hukuka aykırı olduğunun ortaya çıkması ile fiyatlar düşerse, uğradığı zarar tazmin edilmez. Nitekim kimse kendi kusurundan bir yarar sağlayamaz.

Üçüncü olarak SPKn m. 32/5/c bendinde kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilginin yatırım kararı verilmesinden veya yatırımcının bu belgeye dayanarak işlem yapmasından önce düzeltilmesi halinde, yatırımcı zarara uğramış olsa bile sorumluluk doğmayacaktır. Burada ise kamuya yapılan açıklamaların bütün olarak değerlendirilmesi sonucu daha öncesinde var olan hukuka aykırılığın işlem veya yatırım yapılmadan önce giderilmiş olması hali söz konusudur.¹⁵⁵⁰ Bu durumda da yatırımcı yatırım yapmadan önce hukuka uygun, doğru, tam ve eksiksiz bilgiye vakıftır; dolayısıyla sonra zarara uğrasa bile önceden var olan hukuka aykırılığa dayanamayacaktır.

Son olarak ise SPKn m. 32/5/ç hükmü uyarınca kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgiler, yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasaydı ama doğru, tam ve eksiksiz olsaydı bile yatırımcının yine de zarara uğrayacağı ispatlanırsa artık yatırımcının zararı tazmin edilmez. Burada da yatırımcının, uğradığı zararını nedenlerin çokluğu sebebiyle özellikle zarar nedenselliğinin kurulamaması sonucu tazmin edememesi söz konusudur.¹⁵⁵¹

¹⁵⁵⁰ Manavgat (Halka Arz), s. 245; Adıgüzel, s. 118; Keskin, s. 120.

¹⁵⁵¹ Manavgat (Halka Arz), s. 245; Keskin, s. 120.

5. Tazminatın Belirlenmesi ve Hesaplanması

Sorumluluk hukukunda zarar gören, şartları oluştuğunda maddi veya manevi tazminat isteyebilmektedir; ancak çalışmanın konusu itibariyle, maddi tazminatın belirlenmesi burada incelenecektir. Maddi tazminatın amacı, zarar görenin malvarlığının, zarar verici eylem gerçekleşmeden önceki durumuna dönmesini sağlamaktır. SPKn m. 32’de zararın belirlenmesine ilişkin hükümler öngörülse de¹⁵⁵² tazminatın belirlenmesi ve hesaplanmasına ilişkin özel bir hüküm bulunmadığı için bu noktada genel hükümlere başvurmak ve ilgili kuralı, niteliği itibariyle uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulamak gerekmektedir.

Hükmedilebilecek tazminat miktarının üst sınırını yatırımcının uğradığı zarar oluşturmaktadır. Sermaye piyasası hukuku açısından zarar, hukuka aykırı açıklamadan sonra alım veya satım işleminin yapıldığı yapay fiyat ile gerçeğe uygun bilginin ortaya çıkmasını takiben ters işlemin yapıldığı fiyat arasındaki farktır. Bu miktar üzerinden tazminatın belirlenmesi ve hesaplanması söz konusudur. Sermaye piyasası hukukuna göre zararın oluştuğu durumlarda hangi sorumluluk hükümlerinin uygulanacağına iyi belirlenmesi gerekmektedir. Zarara sebep olan bilginin yer aldığı belgenin türüne ve hukuki niteliğine göre farklı sorumluluk hükümleri işletilebilecektir. Nitekim yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgi izahnamede yer alıyorsa bu durumda izahname sorumluluğunun hukuki niteliği gereği öncelikle SPKn m. 10, sonrasında SPKn m. 32 hükümleri ve niteliğine uygun düştüğü ölçüde duruma göre de genel hükümlerdeki kusursuz sorumluluk, güven sorumluluğu veya sözleşmesel sorumluluk hükümleri uygulanacaktır.

¹⁵⁵² Türk hukukunda zararın belirlenmesi ve kapsamına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. yukarıda Sorumluluğun Koşulları’ndan Zarar’ın “Türk Hukukunda Benimsenen Görüş” alt başlığı altındaki açıklamalar.

Eğer bu tür bir bilgi diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden birinde yer alıyorsa yine öncelikle SPKn m. 32'nin uygulanması sonra da uygun düştüğü ölçüde genel hükümlerdeki haksız fiil sorumluluğu, sözleşmesel sorumluluk veya güven sorumluluğunun uygulanması söz konusu olacaktır.

Tazminat miktarı belirlenirken belirli zarar kalemlerinin tam olarak ispatlanması davacı zarar gören açısından mümkün değilse, hakim TBK m. 50/2 uyarınca hakkaniyete uygun olarak hayatın olağan akışı ve zarar görenin aldığı önlemleri gözönünde tutarak zarar miktarını belirler. Nitekim zarar, hükmedilecek tazminat miktarının üst sınırını oluşturacağından zararın miktarının tam olarak belirlenmesi büyük önem arz etmektedir.¹⁵⁵³ Hakim TBK m. 51/1 uyarınca tazminatın kapsamını ve ödenme biçimini durumun gereklerini ve kusurun ağırlığını gözönüne alarak takdir eder. Tazminatın ödenme biçiminin nakden ödeme olacağı şüphe götürmese de hakim, tazminat miktarının belirlenmesine ilişkin bir değerlendirme yapacaktır.

Karşılaştırmalı hukukta tazminat miktarının belirlenmesinde ne tür uygulamaların var olduğuna bakıldığında, Kanada hukukunda ihraççının kamuya yaptığı hukuka aykırı açıklamalardan ötürü zarar gören yatırımcıya karşı sorumlu olacağı tazminat miktarı bir milyon Kanada Doları ve ihraççının piyasadaki paylarının değerinin %5'in toplamını geçemez.¹⁵⁵⁴ ABD hukukunda yer alan 1934 tarihli Kanun §21(D)(e) hükmüne göre davacı yatırımcıya ödenecek tazminatın tutarı, davacının gerçekten o sermaye piyasası aracı için ödediği fiyat ile doğru bilginin kamuya açıklandığı tarihten başlayarak doksan günlük dönemde hesaplanacak ortalama fiyat arasındaki farkı

¹⁵⁵³ Oğuzman/ Öz (Cilt II), s. 114, no. 347. Zararın belirlenmesine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. yukarıda 6362 Sayılı SPKn Dönemi'nde Sorumluluğun Koşulları'ndan "Zarar" başlığı altındaki açıklamalar.

¹⁵⁵⁴ Sec. XXIII.1 of the Ontario Securities Act.

geçemez. Düzeltici açıklamanın hemen ardından piyasanın tepki vermesi gerekmediği gibi bu hüküm sayesinde kısa sürede yapılan piyasa düzeltmelerine karşı sorumluluk davası açılması engellenmiş olacaktır.¹⁵⁵⁵

Kamuyu aydınlatmanın, aslında kamusal bir yararın da bulunduğu bir uygulama olması¹⁵⁵⁶ dolayısıyla yatırımcıların zararını tazminde sadece bireysel bazda malvarlığı zararının tazmini değil, kamusal anlamda bu tür hukuka aykırı fiyatların oluşumunu engellemek için caydırıcı tazminatların öngörülmesi gerekmektedir. Özellikle ülkemizde yatırımcıların, hukuka aykırı bilgilendirmeler dolayısıyla şimdiye kadar zararlarının tazminini SPKn m. 10 veya 32'ye göre talep etmedikleri düşünüldüğünde,¹⁵⁵⁷ hak aramada farkındalığın artırılması, yatırımcıların sorumluluk davası açma konusunda teşvik edilmesi amacıyla hükmedilebilecek tazminat miktarlarının caydırıcı nitelikte olması faydalı olacaktır.¹⁵⁵⁸

6. Zamanaşımı

Genel hükümler uyarınca her türlü alacak açısından genel zamanaşımı süresi TBK m. 146 uyarınca kural olarak on yıldır. Ancak TBK m. 147 hükmü, beş veya iki yıllık kısa zamanaşımı sürelerinin de hangi istisnai hallerde uygulanacağını belirtmiştir. Diğer taraftan haksız fiil ve sebepsiz zenginleşmeden doğan borçlar için ayrı zamanaşımı süreleri yine kanunda öngörülmüştür. En geniş anlamda haksız fiil sorumluluğu (kusur sorumluluğu, kusursuz sorumluluk ve bazı hallerde kabul edilen fedakarlığın denkleştirilmesi hali) açısından TBK m. 72 uyarınca tazminat istemi, zarar görenin,

¹⁵⁵⁵ Coffee, s. 546.

¹⁵⁵⁶ Rüzgar, s. 848

¹⁵⁵⁷ Turan, s. 224.

¹⁵⁵⁸ Manavgat (Halka Arz), s. 247.

zararı ve ayrıca tazminat yükümlüsünü öğrendiği tarihten itibaren iki yılın geçmesiyle zamanaşımına uğrar. Zararın öğrenilmesi, zararın gerçekleştiğini, varlık ve niteliğini, mahiyetini ve unsurlarını öğrenmeyi gerektirir.¹⁵⁵⁹

Sermaye piyasası hukukunda kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk için açılacak tazminat davasında zamanaşımı bağlamında eSPKn'da herhangi bir süre öngörülmediği için eski kanun döneminde doktrinde haksız fiillere ilişkin sürenin uygulanması gerektiği ileri sürülmüştü.¹⁵⁶⁰ Ancak SPKn m. 32/6 hükmündeki açık düzenlemeye göre kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan tazminat talepleri, zararın meydana geldiği tarihten itibaren altı ay içinde zamanaşımına uğrar. Zamanaşımının başlayacağı an, zararın meydana geldiği tarih, gerçek bilginin ortaya çıkmasından hemen sonra sermaye piyasası aracına ilişkin ters işlemin yapıldığı tarihtir.¹⁵⁶¹

Zamanaşımı süresinin kısa tutulmasının sebebi gerekçede “*finansal piyasalardaki tepkilerin çabukluğu*”, “*işlemlerin mevcut bilgiler çerçevesinde kısa sürede yapılması gerekliliği*” ve bu şekilde yatırımcının korunmasının istenmesi olarak açıklanmıştır. Ancak zararın meydana gelmesi tarihinden itibaren altı ay gibi kısa bir süre için zamanaşımının öngörülmesi, özellikle gerçek bilginin piyasaya sunulduğunun fark edilmesinin uzun sürdüğü hallerde olumsuz bir durum doğuracaktır. Nitekim yatırımcı, kamuyu aydınlatma belgelerinde hukuka aykırılık olduğunu dahi, gerçek bilginin, düzeltici açıklama gibi bir yolla piyasada anlaşılmasından sonra fark edebilir. Dolayısıyla zamanaşımı süresinin ABD

¹⁵⁵⁹ Eren (Genel Hükümler), s. 853; Oğuzman/ Öz (Cilt II), s. 74, no. 218; Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop, s. 954.

¹⁵⁶⁰ Kara (Sorumluluk), s. 156.

¹⁵⁶¹ Adıgüzel, SPKn m. 32'ye göre sorumlu olunan zararın doğması için ters işlemin yapılması gerekmediğini düşünse de zamanaşımının başlaması noktasında düzeltici açıklamadan sonra ters işlemin yapılmasını gerekli görmektedir, karş. s. 120 ve 122.

hukukundaki gibi¹⁵⁶² kısa ve uzun sürelerden oluşan bir aralığın belirlenmesi daha isabetli olurdu.

SPKn m. 32 hükmü kapsamında olan zararların tazmini açısından, öngörülen zamanaşımı süresinin kaçırılması halinde bu hüküm kapsamındaki zararın artık SPKn m. 10 veya 32'ye göre tazmin edilemeyeceğinin kabul edilmesi gerekir. İzahname için özel bir hüküm getiren SPKn m. 10'da da tazminat davasında süreye ilişkin özel bir düzenleme olmadığı için nisbeten genel hüküm niteliğindeki SPKn m. 32/6 hükmü, izahnameler açısından da uygulanır. Diğer kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin sorumluluk için de SPKn m. 32 uygulanacağından, tüm kamuyu aydınlatma belgelerindeki gerçeğe aykırı bilgilerden kaynaklanan zararlar sonucu açılacak tazminat davasında zamanaşımı, altı aydır. Ancak zarar gören yatırımcı, SPKn'daki sorumluluk maddelerinde düzenlenmeyen zararını, SPKn m. 32/6 hükmündeki altı aylık zamanaşımı süresinin kaçırılması durumunda, genel hükümlere göre tazmin edebilir.

SPKn m. 32/6 hükmü, aynı maddede gösterilen zararların tazmin edilmesi için açılacak davalar ve zamanaşımı süresi açısından öngörülmüş özel bir hükümdür. Özel hükmün bu durumda genel hükmü bertaraf edeceği göz önüne alındığında, SPKn m. 32/6'daki sürenin geçirilmesi sonucunda, sadece bu madde kapsamında olmayan zararların tazmini için genel hükümlere gidilebileceği kabul edilmelidir.¹⁵⁶³ Burada taraflar arasındaki hukuki ilişkinin niteliğine ve sorumluluğun türüne göre uygulanabilecek genel hükümlerde yer alan zamanaşımı süreleri farklıdır. Genel hükümler uyarınca yatırımcının zararını talep etmek için zamanaşımı süresi, daha uzun

¹⁵⁶² Bkz. 15 U.S. Code, Title 15, Chapter 2A, Subchapter I, §77m: Limitation of Actions.

¹⁵⁶³ Keskin, s. 116; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 42-43.

zamanaşımı süresine tabi olacaktır; ancak bu durumda SPKn m. 32/4'teki nedensellik karinesinden yararlanamayacağı için zarar gören, nedensellik bağıını ispatlamak zorunda kalacaktır.¹⁵⁶⁴

¹⁵⁶⁴ Manavgat (İzahnamenin Onayı), s. 130-131.

SONUÇ

Sermaye piyasası hukuku düzenlemelerinin amacı, piyasanın rekabetçi, etkin, güvenilir ve adil bir şekilde işleyişini ve yatırımcının olağan risk dışındaki zarar verici durumlardan korunmasını sağlamaktır. Bu amaca hizmet eden en etkili araç, kamuyu aydınlatma ilkesidir. Kamuyu aydınlatma en genel anlamıyla ortaklığın durumuna, ekonomik faaliyetlerine ve ihraç edilen sermaye piyasası aracına yönelik bilgilerinin açıklanmasına dayalı bir bilgilendirme sistemidir. Yatırımcının korunması, ortaklıklarla ilgili tam, doğru ve gerçeğe uygun bir bilgiye ulaşabilmelerinin sağlanması suretiyle, yatırımcının yatırım kararına yön vermek ve böylece sermaye piyasasında şeffaf ve güvenilir bir bilgi ortamı oluşturmak, ilkenin temel amaçlarındandır.

İlkenin işlevlerinden aydınlatıcı işlevi ile, bilgi dengesizliğinin önüne geçerek fırsat eşitliğini sağlamak amaçlanır. Ayrıca bilgi dengesizliği sonucunda piyasadaki bazı aktörlerin ihraççıya ve ilgili araca ilişkin daha çok bilgiye sahip olması ve bunu hukuka aykırı bir şekilde kullanması ilkenin koruyucu işlevi sayesinde engellenir. Caydırıcı işlevi ile, kamuyu aydınlatma, kamuya açıklanmamış bilgilerin kullanılarak haksız menfaatler elde edilmesini ve bilgi suiistimali gibi suçların işlenmesini de engellemektedir.

Kamuyu aydınlatmanın türlerine bakıldığında, şekli kamuyu aydınlatma, kamuya gerekli bilgilerin mevzuata uygun bir şekilde, belirli esaslar ve usuller dahilinde açıklanması iken; maddi kamuyu aydınlatma da, yeterli ve doğru bir biçimde açıklanan bilgilerin, ilgililerce anlaşılabilir olması amaçlanmaktadır. Başka bir ayrıma göre, mevzuat uyarınca belirli bilgilerin kamuya açıklanması, zorunlu kamuyu aydınlatma iken; yasal olarak zorunluluk olmadığı halde, ilgililerin kendi istekleri doğrultusunda kamuya bilgi sunması gönüllü kamuyu aydınlatmadır. Bilgi dengesizliği sonucunda,

bilgiye erişimi olanlara nazaran özellikle ortalama yatırımcının zayıf konumda bulunması ve korunmaya muhtaç olması sebebiyle Türk hukukunda zorunlu kamuyu aydınlatma yaklaşımı benimsenmiştir.

Kamuyu aydınlatma kavramının, benzer kavramlarla olan ilişkisinin ortaya konularak kapsamının belirlenmesi gereklidir. Kavram, özellikle şeffaflık ile zaman zaman eşanlamlı olarak kullanılsa da, kamuyu aydınlatma, belirli bilgilerin belirli yollarla kamuya sunulmasını gerektirirken; şeffaflık, yapılan işlemlerin ve işlem yetkililerinin herhangi bir şekilde öngörülebilir ve anlaşılabilir olduğu durumu ortaya koyarak bilgi toplumu hizmetlerini ifade etmektedir. Kamuyu aydınlatma kavramı ile arasında ilişki bulunan diğer bir kavram, bilgi edinme hakkıdır ve bu hak, anonim ortaklıklarda pay sahipliği sıfatı veya yönetim kurulu üyeliği dolayısıyla kazanılan, kanundan kaynaklanan, paya veya statüye bağlı bireysel ve vazgeçilmez bir hak olup geniş anlamda kamuyu aydınlatma kavramının içindedir. Kamuyu aydınlatma kavramının, yatırımcının korunması ilkesi ile arasında amaç-araç ilişkisi mevcuttur ve buna göre kamuyu aydınlatma, yatırımcının korunması amacına hizmet eden, o amaca ulaşılması için öngörülen koruma mekanizmalarından biridir.

Kamuya yapılacak açıklamaların taşınması gereken özelliklerin ortaya koyulması, sorumluluğa sebep olacak bilginin tanımının açıklık kazanması açısından zorunludur. Bu bağlamda, ticari sırlar dışında, ortaklığa ilişkin tüm bilgiler ve gelişmeler kamuya duyurulmalıdır. Açıklanan bilgilerin, yatırımcıların ihtiyacını karşılaması ve karşılaştırma yapmalarına olanak sağlaması; muhataplar arasında ayırım yapılmadan ve gerçeğe uygun sunulması gerekir. Finansal bilgilerin, muhasebe standartlarına uygun hazırlanması ve denetimden geçmiş olması önemlidir. Kamuya çeşitli kaynaklardan açıklama yapıldıysa, bu açıklamaların gerçeğe aykırı olduğunu belirlemek için kamuya yapılan açıklamaların

tamamına bakılması ve bilgiler bir bütün olarak değerlendirildiğinde, piyasada doğru ve gerçeğe uygun bilgiye ulaşılabiliyorsa, söz konusu açıklamanın gerçeğe uygun olduğunun kabul edilmesi gerekir. Yapılacak açıklamaların ayrıca açık ve anlaşılır olması da gerekir, ancak bu özellik bakımından açıklamanın hangi kitleye yapılacağı önem arz ettiğinden, sorumluluğun doğması için makul ve ortalama yatırımcı tipinin esas alınması yerindedir.

Birincil piyasalarda kamuyu aydınlatma belgelerinden olan ve halka arzda düzenlenen izahname, ihraççının finansal durumuna, sermaye piyasası aracına ilişkin bilgileri içeren, hukuki niteliği arzda kullanılan satış yöntemine göre değişebilen bir belgedir. Dönemsel kamuyu aydınlatma, finansal raporların ve bağımsız denetim raporlarının kamuya açıklanmasıyla söz konusu olmaktadır. Anında kamuyu aydınlatma kapsamında ise sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, içsel veya sürekli bilgi olarak ihraççı veya ilgili taraflarca kamuya açıklanmalıdır. İçsel bilgi, kamuya açıklanmamış, ihraççı ortaklığı veya sermaye piyasası aracını doğrudan veya dolaylı olarak ilgilendiren, yatırımcının yatırım kararını etkileyecek esaslı ve nitelikli bir bilgidir.

Kamuyu aydınlatma belgelerindeki bilgilerin hukuka aykırı olması halinde sorumluluk öngören SPKn m. 32 ve izahname özelinde düzenlenen SPKn m. 10 hükümlerinin kapsamının belirlenmesi gerekir. *'İzahnameden Sorumlu Kişiler'* başlığını taşıyan, ancak yalnızca sorumluların değil, sorumluluk sebeplerinin de düzenlendiği SPKn m. 10'da, izahnameler için dereceli ve özel bir sorumluluk hükmü getirilmiştir. İzahname için öncelikle SPKn m. 10 olmak üzere, kamuyu aydınlatma belgeleri için SPKn m. 32 uygulama alanı bulacaktır. Buna ek olarak, özel hükmün, genel hükme nazaran öncelikle uygulanması ilkesi gereğince, izahname için öncelikle SPKn m. 10; bu

maddede hüküm bulunmayan hallerde yine SPKn m. 32 hükmü uygulama alanı bulacaktır.

SPKn m. 10'da getirilen dereceli sorumluluk sistemi uyarınca izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler dolayısıyla meydana gelen zararlardan ihraççılar, zararın ihraççıdan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça anlaşılması halinde kusurları ve durumun gereklerine göre, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantörler ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri sorumludurlar. İhraççının izahnamedeki hukua aykırı bilgilerden dolayı sorumluluğunun, kanundan doğan, birinci derecede ve kusursuz sorumluluk türlerinden sebep sorumluluğu olduğu bu çalışmada savunulmuştur.

İzahnameden ikinci derecede sorumlu olan kişilerin sorumluluğu, kusura dayanan, özen borcu ile desteklenen ve kanundan kaynaklanan bir sorumluluktur. Diğer bir deyişle, varsa garantör, ikinci derecede kusura dayanmayan sözleşmesel sorumlu; diğer sorumlular (halka arz edenler, lider aracı kurum ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri) ise ikinci derecede kusurlarıyla sorumludurlar. İkinci derecede sorumlu olanların tümü durumun gereklerine göre farklılaştırılmış teselsül ilkesine göre sorumlu olmaktadır. Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere rapor hazırlayan kişi veya kuruluşlar da raporlarıyla sınırlı olmak üzere kısmi sorumluluğa ve kusurları oranında kusur sorumluluğuna tabidirler.

SPKn m. 32/1'e göre, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilginin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması halinde sorumluluk doğmaktadır. SPKn m. 32/3'teki kusur karinesi ve bu hükümde öngörülen sorumluluk dolayısıyla, izahname dışındaki diğer kamuyu aydınlatma belgeleri açısından, sorumluluk, kusura dayanan ve kanundan doğan sorumluluktur. SPKn m. 32'de dereceli sorumluluk sistemi benimsenmemiş, ancak

kamuyu aydınlatma belgesinde imzası olanlar veya bu belgelere kendisi adına imza atılan kişiler müteselsilen sorumlu tutulmuştur. Zarar gören yatırımcıya iç ilişkide kendisine düşenden daha fazlasını ödeyen sorumlu, diğer sorumlulara karşı rücu hakkına sahip olur ve zarar görenin haklarına halef olur. Dış ilişkide, yatırımcıya ödeme yapan sorumlunun, iç ilişkide farklı derecedeki bir başka sorumluya kusuru oranında rücu etmesine bir engel bulunmamaktadır.

SPKn m. 32’de öngörülen sorumluluğun doğması için öncelikle bu belgelerdeki bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması ve bu bilginin esaslı olması gerekir. Hangi bilginin esaslı nitelikte olduğu, doktrinde makul yatırımcı tipi ölçü alınarak, bilginin yanıltma ve yönlendirme gücüne ve sermaye piyasası aracının fiyatı üzerindeki etkisine göre belirlenmektedir. Esaslı bilgi, bilinseydi kararının sonucunu etkilemeyecek bile olsa, makul bir yatırımcının yatırım kararını verirken değerlendirmeye alacağı kadar önemli olduğunu düşündüğü ve sermaye piyasası aracının değerini etkileyen bilgidir.

İkinci koşul, kusurdur; SPKn m. 32’deki sorumluluk, izahnamede ihraççının kusursuz sorumluluğu ve garantörün sorumluluğunun kusura dayanmaması istisna edilirse, kural olarak kusur sorumluluğudur. Ancak yatırımcının, sorumlu kişilerin açıklamalardaki hukuka aykırılığı bildiğini ve kusurlu olduklarını ispatlayabilmesi oldukça güçtür. Dolayısıyla SPKn m. 32/3’te bir kusur karinesi getirilmiştir ve SPKn m. 10/1’de ikinci derecede sorumlu olarak sayılan ve SPKn m. 32’deki kişilerden, belgelerdeki hukuka aykırılığı bilmediğini ve bu bilgisizliğin kast veya ağır ihmalden kaynaklanmadığını kanıtlayanlar, sorumlu olmazlar.

Üçüncü olarak, hukuka aykırı açıklama sonucunda, yatırımcının zarara uğramış olması gerekir. Doktrinde zararın doğduğu ana ilişkin çeşitli görüşler ortaya atılmış olsa

da, sermaye piyasası mevzuatında ters işlem teorisini benimsenmiştir. SPKn m. 10 ve 32’te zarar, hukuka aykırı açıklamanın yapılması sebebiyle ilgili sermaye piyasası aracı için, yatırımcı tarafından ilk işlemin yapıldığı yapay fiyat ile düzeltici açıklamanın ardından ters işlemin yapıldığı değişen son fiyat arasındaki farktır.

Son olarak yatırımcının, gerçeğe aykırı bilgiler sebebiyle yatırım kararının etkilendiğini ve somut olaya göre fiyatlardaki bu etkinin de yatırımcının zararına sebep olduğunu ispatlaması gerekir. Buradaki ispatın güclüğü karşısında, SPKn m. 32/4’te unsurları belirli bir adi nedensellik bağı karinesi getirilmiştir. İlk halka arzdan veya borsada satın alınan veya satılan sermaye piyasası araçlarına ilişkin, izahnameler için geçerlilik süresi boyunca ve diğer kamuyu aydınlatma belgeleri için doğru bilginin kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra ters işlemin yapılması halinde zarar ile kamuyu aydınlatma belgesi arasında nedensellik bağı kurulmuş sayılır. SPKn m. 32/5’te öngörülen hallerde zarar doğmuş olsa bile sorumluluğun doğmayacağı belirtilmiştir.

İzahname açısından SPKn m. 10’da ek bir koşul öngörülmüştür. İhraççıdan zararın tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça anlaşılması halinde ikinci derecede sorumlu kişilere başvurulabilecektir. İlk durum, ihraççıya karşı yapılan takibin semeresiz kalması sonucunda belirlenebilir bir olgu iken, ikinci durumun kapsamına ihraççının borca batık olması veya borca batık olmadığı durumlarda, ihraççının mali durumunun zararını karşılamaya yetmeyeceğinin açık bir şekilde belli olması girmektedir.

Sonuç olarak SPKn m. 10 ve 32’de öngörülen sorumlulukların nitelik ve kapsamının, sorumlular açısından paralel bir şekilde ve açıkça düzenlenmesi ihtiyacı bulunmaktadır. Bu ihtiyaca binaen, SPKn m. 32’ye dayanan tazminat davasının

uygulanmasını teşvik etmek amacıyla, yatırımcının korunması ilkesine uygun düzenlemelerin öngörülmesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Adıgüzel, B.** : Sermaye Piyasası Hukuku, 2. Baskı, Adalet, Ankara 2018.
- Akbulak, S./ Akbulak, Y.** : Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, Beta, İstanbul 2004.
- Akdağ Güney, N.** : Anonim Şirket Yönetim Kurulu, 2. Baskı, İstanbul 2016.
- Akerlof, G. A.** : *The Market for Lemons Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics 1970, V. 84, N. 3, s. 488-500.
- Akıntürk, T.** : Mütessesil Borçluluk, AÜHF Yayınları, Ankara 1971.
- Alexander, J. C.** : *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions*, Stanford L. Rev. 1991, V. 43, N. 3, s. 497-598.
- Altaş, S.** : Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketler, 8. Baskı, Seçkin, Ankara 2017.
- Altay, S.** : *Mütessesil Borçlunun Rücu Hakkının Doğumundan Önce Borçtan Kurtarılma Talebi*, MÜHF-HAD 2011, C. 17, S. 1-2, s. 393-411.
- Altop, A.** : *Bankanın İvazsız Olarak Müşterisi Olmayan Üçüncü Kişilere Verdiği Hatalı Banka Bilgilerinden Sorumluluğu*, Banka ve Tüketici Hukuku Sorunları Sempozyumu, Oniki Levha, İstanbul 2010, s. 157-194.

- Apak, S./ Taşçıyan, K. H.** : *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türkiye Uygulaması*, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu, İstanbul 2011, s. 76-89.
- Arat, A.** : *Müteselsil Borçlarda Alacaklı ile Borçlular Arasındaki İlişkinin Hüküm ve Sonuçları*, Selçuk Üniversitesi HFD 2018, C. 26, S. 2, s. 325-336.
- Arganbright, J.** : *No Loss, No Problem How the Second Circuit Altered Dura and the Concept of Economic Loss in Securities Fraud Cases in Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings, Ltd.*, Seton Hall L. Rev. 2014, V. 44, s. 279-304.
- Arkan, S.** : *Yüzden Fazla Ortağı Bulunan Anonim Ortaklığın Sermaye Piyasası Kanunu Karşısındaki Durumu*, Ankara Barosu Dergisi 1982, S. 13, s. 367-380.
- Arkan, S.** : *Ticari İşletme Hukuku*, 21. Baskı, BTHAE, Ankara 2019.
- Arı, Z.** : *Sermaye Piyasası Aracı Kurumlarının Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumlulukları*, Sivas 1996, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. (Aracı Kurum).
- Arı, Z.** : *Anonim Şirketlerde Denetçi Sorumluluğunun Sınırlandırılması*, Yetkin, Ankara 2012. (Denetçi).
- Arıcı, F.** : *Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi*, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Helvacı, M./ Uzel, N./ Sönmez, N. S/

- Özsoy, A. (Eds.)), Oniki Levha, İstanbul 2019, s. 107-121.
- Avcı, B./ Schipani, S.** : *Eliminating Conflicts of Interests in Banks: The Significance of Volcker Rule*, Yale Journal on Regulation 2018, V. 35, N. 2, s. 343-381.
- Ayan, M.** : Borçlar Hukuku (Genel Hükümler), 10. Baskı, Mimoza, Ankara 2015.
- Ayhan, R./ Çağlar, H./ Özdamar, M.** : Ticari işletme Hukuku, 12. Baskı, Yetkin, Ankara 2019.
- Ayoğlu, T.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, Vedat, İstanbul 2008. (Halka Arz).
- Ayoğlu, T.** : *İzahnameden Doğan Sorumluluk Yeni Pay Alma Hakkının Sınırlandırılması ve Kaldırılması*, İsviçre Borçlar Hukukunun İktibasının 80. Yılında Borçlar Hukukunun Türk Ticaret Hukukuna Etkileri (Dural, A./ Yasaman, H./ Altay, S. A./ Erdem, E./ Ayoğlu, T./ Yusufoglu, F. (Eds.)), Vedat, Ankara 2009. (İzahname).
- Aytaç, Z.** : *Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?*, Rekabet Kurumu, Perşembe Konferansları 12, Ankara 2001, s. 3-16. <<https://www.rekabet.gov.tr/Dosya/persembe-konferanslari-yayinlari/perskonfyyn41.pdf>> (Erişim Tarihi: 04.03.2017). (Yatırımcının Korunması).
- Aytaç, Z.** : *Anonim Ortaklık Denetçilerinin Sır Saklama Yükümlülüğü*,

- BATİDER 1979, C. X, S. 1, s. 177-218. (Denetçi).
- Battal, A.** : Güven Kurumu Nitelendirmesi Işığında Bankaların Hukuki Sorumluluğu, BTHAE, Ankara 2001. (Banka).
- Bengtzen, M.** : *EU and UK Investment Disclosure Liability At Cross Purposes*, CMLJ 2016, V. 11, N. 3, s. 429-441.
- Benston, G. J.** : *Required Disclosure and The Stock Market: An Evaluation of The Securities Exchange Act of 1934*, American Economic Rev. 1973, V. 63, N. 1, s. 132-155.
- Black, B.** : *Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, North Carolina L. Rev. 1984, V. 62, N. 3, s. 457-459.
- Bilgili, F.** : Publizitätspflichten von Aktiengesellschaften nach dem Türkischen Kapitalmarktrecht-Vergleich und Hinweise auf die deutsche Lösung, Frankfurt 2000. (Publizitätspflichten).
- Bilgili, F.** : İsviçre ve Alman Hukuklarında Anonim Ortaklıkların Organlarının Davranışlarından Dolayı Üçüncü Kişiler Karşısında Sorumluluğu ve Organların Tazminat Borcu, Seçkin, Ankara 2004. (Tazminat Borcu).
- Bond, P./ Edmans, A./ Golstein, I.** : *The Real Effects of Financial Markets*, Annual Rev. of Financial Economics 2012, V. 4, s. 339-360.
- Brandeis, L. D.** : *Other People's Money and How the Bankers Use It*, Frederick A. Stokes Company, New York 1914.

- Brinckmann, H.** : *Periodic Disclosure*, Chapter 18, European Capital Markets Law (Veil, R. (Ed.)), 2. Edition, Bloomsbury Publishing, Oxford 2017.
- Brown, J. P.** : *Toward an Economic Theory of Liability*, The Journal of Legal Studies 1973, V. 2, N. 2, s. 323-349.
- Brown, M. M. (Ed.)** : *Mechanics of Global Equity Offerings, Structuring the Offering and Negotiating the Underwriting Agreement*, Kluwer Law International, Zuidpoolsingel-Netherlands 1995.
- Burn, L.** : *Disclosure in the EEA Securities Markets-Making Sense of the Puzzle*, CMLJ 2008, V. 23, N. 2, s. 139-153.
- Canbaloglu, A. N.** : *Finans Sektöründe Kamunun Aydınlatılması ve Türkiye Uygulaması*, Ankara Üniversitesi 2011, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Chamblee Burch, E.** : *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, Maryland L. Rev. 2007, V. 66, N. 2, s. 348-397.
- Chan, L. K. C./
Jegadeesh, N./
Laconiscok, J.** : *Momentum Strategies*, The Journal of Finance 1996, V. LI, N. 5, s. 1681-1713.
- Chiapinelli, E. A.** : *The Moral Basis of State Corporate Law Disclosure*, Catholic Uni. L. Rev. V. 49, N. 3, s. 697-739.
- Choi, S. J./ Pritchard,
A. C.** : *Securities Regulation Cases and Analysis*, 3. Edition, Thomson Reuters/Foundation Press, New York 2012.

- Coase, R. H.** : *The Problem of Social Cost*, The Journal of L. and Eco. 1960, V. 3, s. 1-44.
- Coffee, J. C.** : *Causation By Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo?*, Columbia L. and Eco. 2005, Working Paper No. 264.
- Cooter, R./ Ulen, T.** : Law and Economics, 6. Edition, Addison-Wesley, 2011.
- Copeman, J. et al.** : *Prospectus Liability in Europe and the U. S. Understanding the Issues*, PLC Global Counsel Magazine 2003, s. 39-47.
- Coşkun, M.** : *Kamunun Aydınlatılması ve Sermaye Piyasası Açısından Önemi*, Kamunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri (Aydın, N. (Ed.)), Anadolu Üniversitesi Yayınları No. 1995, Eskişehir 2003, s. 1-42.
- Çağa, T.** : *Özel Hüküm Genel Hükümü Daima Bertaraf Eder Mi?*, TBB Dergisi 1991, S. 3, s. 366-375.
- Çağlayan Aksoy, P.** : Hukuka Aykırılık ve Ahlaka Aykırılık Unsurları Çerçevesinde Salt Malvarlığı Zararlarının Tazmini, Ankara Üniversitesi 2015, Yayımlanmamış Doktora Tezi.
- Çamoğlu, E.** : Limited Ortağın Sınırlı Sorumluluğu Prensibine Önemli Bir İstisna, AATUHK m. 35, İktisat ve Maliye Dergisi 1970, C. 16, S. 11, s. 426-430.
- Çatakoğlu, B.** : *Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk*, Kastamonu Üniversitesi İİBFD

- 2016, S. 11, s. 118-132. (Sorumluluk).
- Çatakoğlu, B.** : Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, Seçkin, Ankara 2016. (Borçlanma Araçları).
- Çetin, N./ Töremiş, H.** : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistemik E./ Cantimur, Z. Analizi, Yetkin, Ankara 2014.
- Çetin, N.** : *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yatırımcıların Korunması*, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, (Korkut Özkorkut (Ed.)), BTHAE, Ankara 2017, s. 437-484. (Yatırımcının Korunması).
- Çetin, N.** : *Sermaye Piyasalarında Yatırımcı Uyuşmazlıklarının Çözümüne Yönelik Türk ve İngiliz Modellerinin Karşılaştırılması*, GÜHFD 2009, C. XIII, S. 1-2, s. 21-41. (Yatırımcı Uyuşmazlıkları).
- Çetin, N.** : *Avrupa Birliği Hukukunda İzahnamenin Etkinliğini Sağlamaya Yönelik Mekanizmalar*, Sermaye Piyasası Dergisi 2010, V. 2, s. 57 vd. (İzahnamenin Etkinliği).
- Çetin, N.** : *Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi*, GÜHFD 2011, C. XV, S. 1, s. 1-23. (Analiz)
- Çevik, O. N.** : Sermaye Piyasası Mevzuatı, Yetkin, Ankara 2001.
- Dalley, P. J.** : *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*,

- Florida State Uni. L. Rev. 2007, V. 34, N. 4, s. 1089-1131.
- Davies, P.** : *Liability for Misstatements to the Market*, CMLJ 2010, V. 5, N. 4, s. 443–451. (Liability).
- Davies, P.** : Davies Review of Issuer Liability Liability For Misstatements to the Market, Discussion Paper, March 2007. (Review).
- Demir, A.** : Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatması, Ankara Üniversitesi 2007, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Develioğlu, H. M.** : Kefalet Sözleşmesini Düzenleyen Hükümler Işığında Bağımsız Garanti Sözleşmeleri, Vedat, İstanbul 2009.
- Durak, Y.** : *Güven Sorumluluğu ve Culpa in Contrehand*, Selçuk Üniversitesi HFD 2017, C. 25, S. 1, s. 239-288.
- Durak, M. G./**
Dalkılıç, A. F./ Demir,
G. : *Muhasebe ve Hukuk İlişkisinde Bir Kesişim Noktası: Dürüst Resim İlkesi*, MÖDAV 2011, S. 1, s. 261-291.
- Edmans, A./**
Jayaraman, S./
Schneemeier, J. : *The Source of Information in Prices and Investment-Price Sensitivity*, Journal of Financial Eco. 2017, V. 126, s. 74-96.
- Eisenberg, M./ Cox, J.** : Business Organizations: Cases and Materials, 11. Edition, Foundation Press, 2014.
- Eisenberg, J. N.** : Litigating Securities Class Actions, LexisNexis 2018.
- Elseni, J. R./ Jäger, L.** : *Revision der Prospektrichtlinie- Ein erster Ausblick*, BKR 2008, s. 459-463.

- Eminoğlu, C.** : Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (*Corporate Governance*), 1. Baskı, Oniki Levha, İstanbul 2014.
- Enriques, L./ Hertig, G./ Kraakman, R./ Rock, E.** : *Corporate Law and Securities Markets, The Anatomy of Corporate Law A Comparative And Funcutional Approach*, (Kraakman, R. (Ed.)), Chapter 9, 3. Edition, OUP, Oxford 2017, s. 243-266.
- Erdoğan, E.** : *Noterlerin Hazırlanmasına Katılmış Oldukları Senetler Sebebiyle Zarar Gören Üçüncü Kişilere Karşı Hukuki Sorumluluğu*, Yıldırım Beyazıt Hukuk Dergisi 2016, C. 2016/1, s. 255-281.
- Eren, F.** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 21. Baskı, Yetkin, Ankara 2017. (Genel Hükümler).
- Eren, F.** : Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 4. Baskı, Yetkin, Ankara 2017. (Özel Hükümler).
- Eren, F.** : *İsimsiz Sözleşmelere İlişkin Bazı Sorunlar*, Turgut Akıntürk'e Armağan, Beta, İstanbul 2008, s. 85-111. (İsimsiz Sözleşme).
- Ertugay, E.** : Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuyu Aydınlatma, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi 2006.
- Ertuna, B./ Tükel, A.** : *Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri*, İMKB Dergisi 1997, C. 10, S. 40, s. 7-37.
- Fama, E. F.** : *Efficient Capital Markets - A Review of Theory and Empirical*

- Work*, The Journal of Finance 1970, V. 25, N. 2, s. 383- 417.
- Fama, E. F./ Jensen, M. C.** : *Separation of Ownership and Control*, Journal of L. and Eco. 1983, V. 26, N. 2, s. 301-325.
- Fechner, M. / Tipton, T.** : *Securities Regulation in Germany and the U. S. , Comparative Corporate Governance and Financial Regulation* 2016, Select Seminar Paper 5.
- Feess, E./ Halfmeier, A.** : *The German Capital Market Model Case Act (KapMuG) A European Role Model For Increasing the Efficiency of Capital Markets? Analysis and Suggestions for Reform*, The European Journal of Finance 2014, V. 20, N. 4, s. 361-379.
- Fischel, D. R.** : *Efficient Capital Markets, the Crash and the Fraud on the Market Theory*, Cornell L. Rev. 1989, V. 74, s. 907-922.
- Fischer-Appelt, D.** : *Implementation of the Transparency Directive-Room for Variations Across the EEA*, CMLJ 2007, V. 2, N. 2, s. 133-154.
- Fox, M. B.** : *Rethinking the Disclosure Liability in the Modern Era*, Washington Uni. L. Rev. 1997, V. 75, N. 2, s. 903-918. (Disclosure Liability).
- Fox, M. B.** : *Demystifying Causation in Fraud-on-the Market Actions*, Busi. Law. 2005, V. 60, s. 507-532. (Causation).
- Franck, J. U./ Purnhagen, K.** : *Homo Economicus, Behavioural Sciences, and Economic Regulation On the Concept of Man in Internal Market Regulation and its Normative Basis*, EUI Working Papers

- 2012, Law No. 2012/26. <<http://ssrn.com/abstract=2180895>>
(Erişim Tarihi: 29.10.2016).
- Franx, J. P.** : *Disclosure Practices under the EU Prospectus Directive and the Role of CESR*, CMLJ 2007, V. 2, N. 3, s. 295-305.
- Gebauer, S.** : *Börsenprospekthaftung und Kapitalerhaltungsgrundsatz in der Aktiengesellschaft*, Peter Lang, Frankfurt 1999.
- Geçer, A. E.** : *Kanuni Temsilcilerin Amme Borçlarından Sorumluluğu: Kusurlu Sorumluluk v. Kusursuz Sorumluluk*, TBB Dergisi 2017, S. 129, s. 107-132.
- Gerner-Beuerle, C.** : *United in Diversity Maximum Versus Minimum Harmonization in EU Securities Regulation*, CMLJ 2012, V. 7, N. 3, s. 317- 342. (Harmonization)
- Gerner-Beuerle, C.** : *The Market for Securities and Its Regulation Through Gatekeepers*, <<http://ssrn.com/abstract=1330190>> (Erişim Tarihi: 05.12.2016). (Gatekeepers).
- Gilson, R. J./** : *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, Harvard Law School 2003, John M.
- Kraakman, R. H.** Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series No. 446. (Hindsight Bias).
- Gilson, R. J./** : *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia L. Rev.
- Kraakman, R. H.** 1984, V. 70, N. 4, s. 549-644. (Mechanisms)
- Golding, G.** : *Underwriters' Liability in Australian Securities Offerings*,

Company and Sec. L. Journal 1993, V. 11, s. 401-432.

Goldstein, I./ Yang, L. : *Good Disclosure, Bad Disclosure*, Journal of Financial Eco. 2019, V. 131, s. 118-138.

Göktürk, K. : *Denetimden Doğan Hukuki Sorumluluk*, Muhasebe ve Denetim Sempozyumu- İktisadi Gelişmede Muhasebe ve Denetimin Önemi, 27-28 Eylül 2017- İstanbul, Önka, Ankara 2017, s. 385-414. (Denetim).

Göktürk, K. : *Amerikan, Alman, İsviçre ve Türk Hukukunda İşadamı Kararı İlkesi*, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2011, C. 2, S. 2, s. 207-247. (İşadamı Kararı).

Grigoleit, H. C. : *Directors' Liability and Enforcement Mechanisms from German Perspective General Structure and Key Issues*, (Fleisch, H./ Kanda, H./ Kim, K. S./ Mülbert, P. (eds.)), German and Asian Perspectives on Company Law, Mohr Siebeck, Tübingen 2018, s. 105-137.

Grossman, S. J./ Stiglitz, J. E. : *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, American Economic Rev. 1980, V. 70, N. 3, s. 393-408.

Gruner, R. H. : *Corporate Disclosure The Key to Restoring Investor Confidence*, Strategic Investor Relations, Summer 2002, s. 1-4.

Günel, V. : *Sermaye Piyasası Hukuku*, 2. Baskı, SPKr Yayınları, Ankara 1987.

- Günay, E. D.** : *Kamuyu Aydınlatma İlkesinin 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na Yansımaları*, Terazi Hukuk Dergisi 2013, C. 1, S. 77, s. 20-23.
- Gündoğdu, A.** : 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Sermaye Piyasası Hukuku, Seçkin, Ankara 2015.
- Gürbüz Usluel, A. E.** : Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticari Sırrın Korunması, Vedat, İstanbul 2008.
- Hacımahmutoğlu, S.** : *Anonim Ortaklığın Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Yükümlülüğü: Fonksiyonel Bir Yaklaşım*, BATİDER 2015, C. XXXI, S. 3, s. 23-56. (Özen Yükümlülüğü).
- Hacımahmutoğlu, S.** : *AT Düzenlemeleri Işığında İçeriden Öğrenilen Bilgi Kavramının Değerlendirilmesi*, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan, Ankara 2003, s. 147- (İçeriden Öğrenilen Bilgi).
- Hacımahmutoğlu, S.** : *Market Egalitarianism ve İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Düzenlenmesi*, GSÜHFD 2002, Oğuzman'a Armağan, S. 1, s. 603-624. (Market Egalitarianism).
- Hanağası, E.** : *Kollektif Menfaatin Hukuki Himayesi Biçimi Olarak Topluluk Davaları*, Haluk Konuralp Anısına Armağan, Yetkin, Ankara 2009, s. 351-410.
- Hazen, T. L.** : *The Law of Securities Regulation*, 5. Edition, Thompson and West, 2006.
- Hopt, K. J.** : *Die Haftung für Kapitalmarktinformationen: rechts-*

- vergleichende, rechtsdogmatische und rechtspolitische Überlegungen*, WM 2013, Heft 3, s. 101-115.
- Horwich, A.** : *Section 11 of the Securities Act The Cornerstone Needs Some Tuckpointing*, Business Lawyer 2002, V. 58, N. 1, s. 1-43.
- Hudson, A.** : Securities Law, 2. Edition, Sweet and Maxwell, London 2013.
- İhtiyar, M.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta, İstanbul 2006.
- İnal, T.** : Borca Aykırılık, Dönme ve Fesih, 6. Baskı, Seçkin, Ankara 2017.
- İnceoğlu, M. M.** : Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuk Sorumluluğu, Seçkin, Ankara 2004.
- İslamoğlu, G.** : Sermaye Piyasası Hukukunda İzahname Sorumluluğu, Seçkin, Ankara 2019.
- Kabaalioğlu, H.** : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İktisadi Yayın Ltd. Şti, İstanbul 1985.
- Kara, M. S.** : Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, Ankara Üniversitesi 2006, Yayınlanmamış Doktora Tezi. (Yatırımcının Korunması).
- Kara, M. S.** : *Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk*, GÜHFD 2015, C. 23, S. 2, s. 131- 172. (Sorumluluk).

- Karababa, S.** : Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Seçkin, Ankara 2001.
- Karacan, A. İ.** : Sermaye Piyasası Hukuku-Yazılar, Cilt I, Legal, İstanbul 2017.
- Karşlı, M.** : Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, Beta, Ankara 1989.
- Kaufman, M. J.** : *Living in a Material World: Strict Liability Under Rule 10b-5*, Capital Uni. L. Rev. 1990, V. 19, N. 1, s. 1-78.
- Kaya, A.** : Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, BTHAE, Ankara 2001.
- Kayar, İ.** : Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Etik Kurallar, IFA Yayıncılık, Ankara 2002.
- Kazgan, H.** : Tarih Boyunca İstanbul Borsası, İMKB Yayınları, İstanbul 1995.
- Kendigelen, A.** : Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 2. Baskı, Oniki Levha, İstanbul 2012.
- Kervankıran, E.** : *Alman Hukuku'nda Business Judgment Rule'nin Kodifikasyonu-Türk ve Amerikan Hukuku İle Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme*, Hüseyin Ülgen'e Armağan, Cilt I, Vedat, İstanbul 2007, s. 249-264.
- Keskin, M.** : Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, Oniki Levha, İstanbul 2018.

- Khoo, J.** : *Civil Liability For Misstatements in Offer Documents Striking the Right Balance*, BYU Int. L. and Management Rev. 2010, V. 6, N. 2, s. 49-91.
- Kilbride, B. J.** : *The British Heritage of Securities Legislation in the United States*, Southwestern L. Journal 1963, V. 17, N. 2, s. 258-268.
- Koch, P.** : *Disclosure of Inside Information*, European Capital Markets Law, Section 19, 2. Edition, Bloomsbury Publishing, Oxford 2017, s. 347-393.
- Koçhisarlıoğlu, C.** : *Objektif Sorumluluğun Genel Teorisi*, Dicle Üniversitesi Hukuk Fakóltesi Dergisi 1984, C. 2, S. 2, s. 175-305.
- Kortunay, A.** : 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu ve yelerin Bilgi Alma Hakkı, Oniki Levha, İstanbul 2015.
- Kıcalıoğlu, M.** : *Haksız Fiillerden Doğan Tazminat Davaları, Yetkin*, Ankara 2015.
- Kılıç, S.** : *Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması Güvence Fonları*, SPKı Yayınları, No 95, Ankara 1997.
- Kılıçoğlu, A. M.** : *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 21. Bası, Turhan, Ankara 2017.
- Kırca, C.** : *Bilgi Vermeden Dolayı çnc Kişiye Karşı Sorumluluk*, BTHAE, Ankara 2004.

Kırca, İ./ Şehirali

Çelik, F. H./

: Anonim Şirketler Hukuku, 1. Cilt, BTHAE, Ankara 2013.

Manavgat, Ç.

Klöhn, L.

: *Inside Information without an Incentive to Trade? What's at Stake in ,Lafonta v AMF'*, CMLJ 2015, V. 10, N. 2, s. 162-180.

Knauss, R. L.

: *Disclosure Requirements-Changing Concepts of Liability*, Business Lawyer 1968, V. 24, s. 43-61.

Krause, R.

: *Ad-hoc-Publizität und haftungsrechtlicher Anlegerschutz*, ZGR 2002, V. 6, s. 799-841.

Küçüksözen, S.

: Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması-Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, SPKkr Yayınları, No 131, Ankara 1999.

Kütükçü, D.

: Sermaye Piyasası Hukuku, 1. Cilt, Beta, İstanbul 2004.
(Sermaye Piyasası)

Kütükçü, D.

: *Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğünü İhlal Etmeleri Nedeniyle Doğan Sorumluluğu*, İstanbul Barosu Dergisi 2004, C. 78, S. 1, s. 37-83. (Sorumluluk).

La Porta, R./Lopez-

de-Silanes,

F./Schleifer, A.

: *Corporate Ownership Around the World*, Journal of Finance 1999, V. 54, N. 2, s. 471-517.

Langevoort, D. C.

: *Disasters and Disclosure: Securities Fraud Liability in the*

- Shadow of a Corporate Catastrophe*, Georgetown L. Journal 2019, V. 107, S. 4, s. 967-1016. (Disaster).
- Langevoort, D. C.** : *Taming The Animal Spirits of The Stock Markets: A Behavioural Approach to Securities Regulation*, Northwestern Uni. L. Rev. 2002, V. 97, N. 1, s. 135-188. (Behavioural Approach).
- Langevoort, D. C.** : *Deconstructing Section 11 Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment*, L. and Contemp. Probs. 2000, V. 63, s. 45-70. (Liability).
- Le Bon, G.** : *The Crowd: A Study of Popular Mind*, Macmillan, New York 1896.
- Lee, Y. A.** : *The Efficiency Criterion for Securities Regulation: Investor Welfare or Total Surplus?*, Arizona L. Rev. 2015, V. 57, N. 1, s. 85-128.
- Leyens, P. C.** : *German Company Law Recent Developments and Future Challenges*, German L. Journal 2005, V. 6, N. 10, s. 1407-1417.
- Lipton, M./ Mazur, R. B.** : *The Chinese Wall Solutions to the Conflict Problems of Securities Firms*, New York Uni. L. Rev. 1975, V. 50, N. 3, s. 459-511.
- Loss, L./ Seligman, J.** : *Fundamentals of Securities Regulation*, Band 11, 4. Edition, Aspen Publishers 2001.

- de Luca, N.** : European Company Law Text, Cases and Materials, CUP, Cambridge 2017.
- Mahoney, P. G.** : *The Origins of the Blue-Sky Laws: A Test of Competing Hypotheses*, Journal of L. and Eco. 2003, V. 46, N. 1, s. 229-252.
- Manavgat, Ç.** : Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, BTHAE, Ankara 1991. (Aracı Kurumlar).
- Manavgat, Ç.** : Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), SPKı Yayınları No 64, Ankara 1997. (Teklif).
- Manavgat, Ç.** : *Türk Hukukunda 'İçerden Öğrenen' Kavramı*, BATİDER 1998, C. XIX, S. 4, s. 177-206. (İçerden Öğrenen).
- Manavgat, Ç.** : Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, BTHAE, Ankara 2008. (Manipülasyon).
- Manavgat, Ç.** : *Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Halka Açık Anonim Ortaklıklara Uygulanması ve Sınırları*, İÜHFM 2013, C. LXXI, S. 2, s. 287-298. (TTK Hükümleri).
- Manavgat, Ç.** : Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıkla ve Halka Arz, BTHAE, Ankara 2016. (Halka Arz).
- Manavgat, Ç.** : *Bilgiye Dayalı Manipülasyonda Menfaat Elde Etme Şartının Yerindeliği*, BATİDER 2017, C. XXXIII, S. 2, s. 29-41.

(Menfaat Şartı).

Manavgat, Ç. : *Denetim Yaptırmamanın Hukuki Sonuçları*, Muhasebe ve Denetim Sempozyumu İktisadi Gelişmede Muhasebe ve Denetimin Önemi, 27-28 Eylül 2017- İstanbul, Önka, Ankara 2017, s. 499-523. (Denetim).

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, (Korkut Özkorkut (Ed.)), Ankara 2017, BTHAE, s. 117-146. (İzahnamenin Onayı).

Marcus, B. W. : *Competing For Capital Investor Relations in a Dynamic World*, Wiley, 2005.

Mattil, P./ Möslein, F. : *The Language of the Prospectus Europeanisation and Investor Protection*, Butterworths Journal of Int. Ban. and Fin. L. 2008, V. 23, N. 1, s. 27-30.

Meier-Schatz, C. J./ Larsen, K. D. : *Swiss Securities Regulation and Capital Market Law A Comprehensive Overview*, Denver Journal of Int. L. and Policy 1990, V. 18, s. 417-464.

Memiş, T./ Gökçen T. : *Sermaye Piyasası Hukuku*, Seçkin, Ankara 2015.

Meral, N. : *Türk ve ABD Hukukunda Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumlulukta Zararın Doğduğu An*, AHBVÜ Hukuk Fakültesi Dergisi, 2019, C XXIII, S. 2, s. 121-154.

- Miller, G.** : *The Problem of Reliance in Securities Fraud Class Actions*, Arizona L. Rev. 2015, V. 57, s. 61-70.
- Moloney, N.** : *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. Edition, OUP, Oxford 2014.
- Moroğlu, E.** : 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu-Değerlendirme ve Öneriler, 8. Baskı, On İki Levha, İstanbul 2016.
- Möllers, T .M. J.** : *Investor Protection in the System of Capital Markets Law Legal Foundations and Outlook*, North Carolina Journal of Int. L. And Commercial Regulation 2010, V. 36, N. 1, s. 57-84. (Investor Protection).
- Mutlu Uşaklı, S.** : *Halka Arz Kavramı ve Halka Arzın Hukuki Niteliği*, Legal Hukuk Dergisi 2011, C. 9, S. 101, s. 1861- 1874.
- Narter, S.** : *Kusursuz Sorumluluk, Haksız Fiil Sorumluluğu ve Tazminat Hukuku*, 2. Baskı, Adalet, Ankara 2016.
- Newman, J. M. Jr./ Herrmann, M./ Ritts, G. J.** : *Basic Truths: The Implications of the-Fraud-on-the-Market For Evaluating the Misleading and Materiality Elements of Securities Fraud Claims*, the Journal of Corporation L. 1995, V. 20, N. 4, s. 571-591.
- Nielsen, P./ Prowse, S.** : *Securities Litigation Dura's Impact on Damages*, Insights 2008, V. 22, N. 7, s. 16-25.
- Nomer, H.** : *Haksız Fiil Sorumluluğunda Maddi Tazminatın*

Belirlenmesi, Beta, İstanbul 1996.

- OECD** : Corporate Governance Factbook 2019, <<https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>> (Erişim Tarihi: 23.07.2019).
- OECD** : G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD Publishing, Paris 2016 <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264257443-tr>> (Erişim Tarihi: 15.11.2016).
- Oğuzman, K./ Öz, T. M.** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 14. Baskı, Cilt I, Vedat, İstanbul 2015. (Cilt I).
- Oğuzman, K./ Öz, T. M.** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 12. Baskı, Cilt II, Vedat, İstanbul 2016. (Cilt II).
- Oğuztürk, B.** : Güven Sorumluluğu, Vedat, İstanbul 2008.
- Özçelik, N. Ş.** : *Salt Malvarlığı Zararları ve Bu Zararların Tazmin Edilebilirliği*, Sorumluluk Hukuku Seminerleri (Baysal, B. (Ed.)), Oniki Levha, İstanbul 2016, s. 414-443.
- Özer, I.** : *Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunamayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme*, BATİDER 2018, Cilt XXXIV, S. 1, s. 37-93.
- Özkan, A./ Güngör** : *Finansal Tablo Dipnotlarının Kamuyu Aydınlatmadaki*

- Tanç, Ş./ Tanç, A.** : *Öneminin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma*, MÖDAV 2008, S. 3, s. 59-75.
- Özkorkut, K.** : *Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlkesi ve Sorumluluk*, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, (Özkorkut, K. (Ed.)), BTHAE, Ankara 2017, s. 153-190.
- Paslı, A.** : *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance)*, 2. Baskı, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul 2005.
- Pellegrini, M.** : *The Critical Analysis of the Prospectus Directive*, European Business L. Rev. 2006, V. 17, N. 6, s. 1679-1692.
- Perkins, J.** : *Legal Certainty and the Role of the Financial Markets Law Committee*, CMLJ 2007, V. 2, N. 2, s. 155-163.
- Philips, S. M./ Zecher, J. R.** : *The SEC and The Public Interest*, MIT Press 1981.
- Poroy, R./ Çamoğlu, E./ Tekinalp, Ü.** : *Ortaklıklar Hukuku I*, 13. Baskı, Vedat, İstanbul 2014. (Ortaklıklar I).
- Poroy, R./ Çamoğlu, E./ Tekinalp, Ü.** : *Ortaklıklar Hukuku II*, 13. Baskı, Vedat, İstanbul 2017. (Ortaklıklar II).
- Poser, N. S.** : *Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U. S. and the U.*

- K., Michigan Journal of Int. L. 1988, V. 9, N. 1, s. 91-144.
- Pulaşlı, H.** : Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt I, 2. Baskı, Adalet, Ankara 2015. (Şerh).
- Pulaşlı, H.** : *Corporate Governance Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model*, BTHAE, Ankara 2003. (Yeni Model).
- Reiter, M. T./ Reutter, T.** : *Securities Litigation Review*, Chapter XX Switzerland, s. 1-17
<https://www.baerkarrer.ch/publications/Securities%20Litigation%20Review_Switzerland.pdf> (Erişim Tarihi: 14.11.2018).
- Resnik, B. L.** : *Understanding Comfort Letters for Underwriters*, The Business Lawyer 1979, V. 34, N. 4, s. 1725-1753.
- Romano, R.** : *Empowering Investors A Market Approach to Securities Regulation*, Yale L. Journal 1997-1998, V. 107, s. 2359-2430.
- Rüzgar, E.** : *Sermaye Piyasası Kanunu Uyarınca Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk*, 60. Yıl Armağanı, BTHAE, Ankara 2015, s. 829-874.
- Sanlı, K. C.** : *Haksız Fiil Hukukunun Ekonomik Analizi- Hukuk ve Ekonomi Öğretisi*, Arıkan, İstanbul 2007.
- Sayar, Z.** : *Uluslararası Muhasebe Standartları Kapsamında Halka Açık Bankalarda Kamuyu Aydınlatma Aracı Olarak Mali Tablolar*, Muhasebe ve Denetime Bakış 2001, s. 73-80.
- Saymen, F./ Elbir, H.** : *Türk Borçlar Hukuku Umumi Hükümler*, Cilt I, İsmail

- Akkün Matbaası, İstanbul 1958.
- Schmolke, K. U.** : *Civil Liability of the Company and Its Directors for False Financial Statements under German Law*, Issues and Challenges in Corporate and Capital Market Law Germany and East Asia (Fleischer, Holger/ Kanda, Hideki/ Kim, Kon Sik/ Mülbert, Peter (eds.)), Mohr Siebeck, Tübingen 2018, s. 131-161.
- Schneider, H./ Haag, H.** : *Retail Cascading in Germany- A Model for a Revision of the PD?*, CMLJ 2007, V. 2, N. 4, s. 370-380.
- Segre Report** : Development of A European Capital Market, Report of A Group of Experts Appointed by European Economic Community Commission, Brussels 1966, <http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev_Eur_Cap_Mkt_1966.pdf> (Erişim Tarihi 02.11.2017).
- Selden, G. C.** : *Psychology of the Stock Market*, Ticker, New York 1912.
- Seligman, J.** : *The Merits Do Matter: A Comment on Professor Grundfest's 'Disimplying Private Rights of Action under the Federal Securities Laws: The Commission's Authority'*, Harward L. Rev. 1994, V. 108, N. 2, s. 438-457.

- SPK** : Payların Halka Arzında Kullanılacak Tek Belgeden Meydana Gelen İzahname Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz, 2017.
<<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=12&pid=0&subid=12>> (Erişim Tarihi 19.09.2017).
- SPK** : Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler, Sermaye Piyasası Etüdü, Ankara 1964
- Simmonds, A. R./ Sagat, K. A./ Ronen, J.** : *Dealing With Anomalies, Confusion and Contradiction in Fraud on the Market Securities Class Actions*, Kentucky L. Journal 1992-93, V. 81, s. 123-186.
- Somer, M.** : Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin TTK Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerine Etkileri, Kazancı Kitap Ticaret AŞ, İstanbul 1990.
- Steinberg, M. I.** : *Understanding Securities Law*, 5. Edition, Lexis-Nexis, 2009.
- Sumer, A.** : Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, Alfa, İstanbul 2002.
- Şahin, T.** : Üçüncü Kişinin Edimini Taahhüt, Yetkin, Ankara 2010.
- Şenol, C.** : *İçeriden Öğrenilen Bilgi ve İçeriden Öğrenen Kavramlarının Ceza Hukuku Açısından İncelenmesi*, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi 2012, C. 2, S. 2, s. 126-145.

- Tandoğan, H.** : Türk Mes'uliyet Hukuku, 2. Baskı, Vedat, İstanbul 2010.
(Mes'uliyet).
- Tandoğan, H.** : Borçlar Hukuku-Özel Borç İlişkileri, Cilt II, 5. Baskı, Vedat,
İstanbul 2010. (Özel Borç İlişkileri).
- Tandoğan, H.** : Kusura Dayanmayan Sözleşme Dışı Sorumluluk Hukuku,
Turhan, Ankara 1981. (Sözleşme Dışı Sorumluluk).
- Tandoğan, H.** : Garanti Mukavelesi, BTHAE, Ankara 1959. (Garanti).
- Taşdelen, S. S.** : Bankacılık Kanunu Şerhi, Cilt II, 2. Baskı, Adalet, Ankara
2015.
- Tekinalp, Ü.** : Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 4. Baskı, Vedat,
İstanbul 2015. (Sermaye Ortaklıkları).
- Tekinalp, Ü.** : Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Ekonomik ve Sosyal
Yayınlar, İstanbul 1982. (Esaslar).
- Tekinalp, Ü.** : *İşletme İlgililerinin Finansal Bilgi Elde Etme Hakkı*, MED
1980, S. 21-22, s. 13-23. (Finansal Bilgi).
- Tekinalp, Ü.** : Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, Kamuyu
Aydınlatma İlkesi İle, İÜHF Yayınları, No. 58, İstanbul 1979.
(Yedek Akçeler) .
- Tekinalp, Ü.** : Banka Hukukunun Esasları, 2. Baskı, Vedat, İstanbul 2009.
(Banka).

- Tekinalp, Ü.** : *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi ve Günümüzün Bazı Tartışmaları İktisat Modeli*, İktisat ve Maliye 1964, C. 11, S. 1, s. 20-22. (İktisadi Model).
- Tekinay, S. S./ Akman, S./ Burcuoğlu, H./ Altop A.** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 6. Baskı, Filiz Kitapevi, İstanbul 1988.
- Temizel, F.** : *Yatırımcı İlişkileri Yönetiminin Kamunun Aydınlatılmasındaki Yeri*, Kamunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri (Aydın, N. (Ed.)). Anadolu Üniversitesi Yayınları N. 1995, s. 43-76.
- The Cadbury Committee** : The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>> (Erişim Tarihi 17.10.2015).
- Tuncer, S.** : Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), Okay Yayın Dağıtım, İstanbul 1985.
- Turan, G.** : *Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları*, GÜHFD 2016, C. XX, S. 1, s. 191-231.
- Turanboy, A.** : *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Halka Açık Bankalar Bakımından Piyasa Dolandırıcılığı ve Bilgi Suistimali Suçu*, 60. Yıl Sempozyumu Banka Hukukuna Genel Yaklaşım, İstanbul, 11 Aralık 2015, BTHAE, Ankara

- 2017, s. 197-216. (Halka Açık Bankalar).
- Turanboy, A.** : *Yatırım Kuruluşları*, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, (Korkut Özkorkut (Ed.)), BTHAE, Ankara 2017, s. 83-109. (Yatırım Kuruluşları).
- Turanboy, A.** : *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları*, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, On İki Levha, İstanbul 2019, s. 1285-1291. (Kavramlar).
- Turanboy, A.** : *İnsider Muameleleri*, BTHAE, Ankara 1990. (İnsider Muameleleri).
- Turanboy, A.** : *Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması*, BTHAE, Ankara 2002/X. (Banka Hissedarının Korunması).
- Türkyılmaz, İ.** : *Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu*, Oniki Levha, İstanbul 2015.
- Türker Uludağ, D.** : *Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem-Sermaye Yeterliliği*, SPKı Yayınları No 134, Ankara 2001.
- TÜSİAD** : *OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 1999*, Yayın No. TÜSİAD-T/2000-06-285, Lebib Yalkın, İstanbul 2000.
- Uçar, D.** : *Payların Halka Arzında İzahnameden Doğan Kamuyu*

- Aydınlatma Sorumluluğu, Gazi Üniversitesi 2019,
Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Ulusoy, Y.** : Sermaye Piyasası Kanunu Yorumu ve Açıklaması, Ankara
1982.
- Uman, N.** : *Sermaye Piyasasında Halka Açıklanan Bilgiler-Standart
Mali Tablolar ve Hesap Planları*, Türkiye’de Sermaye
Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-
Tartışmalar-Panel, İstanbul 1984.
- Urkan, E.** : Sermaye Piyasalarında Bağımsız Denetim Sözleşmeleri ve
Sorumluluk, Yetkin, Ankara 2016.
- Üçışık, G./ Çelik, A.** : Anonim Ortaklıklar Hukuku, Cilt 1, Adalet, Ankara 2013.
- Üçışık, G.** : *Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu
Aydınlatma İlkesi*, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler
Dergisi 2009, C. 3, S. 1, s. 1-23.
- Üçışık, G. O.** : Türk Hukukunda Kollektif Ortaklıkta Ortakların
Sorumluluğu, Marmara Üniversitesi Yayınları, No. 422,
İstanbul 1985.
- Ünal, O. K.** : Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Asil Yayıncılık,
Ankara 2005. (Mevzuat).
- Ünal, O. K.** : Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar,
Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 1999. (Ortaklıklar).
- Ünal, O. K.** : Aracı Kurumlar, Yaklaşım, Ankara 1997. (Aracı Kurumlar).

- Van der Goot, T.** : *Risk, the Quality of Intermediaries and Legal Liability in the Netherlands IPO Market*, Int. Rev. of L. and Eco. 2003, V. 23, S. 2, s. 121-140.
- Veil, R. (Ed.)** : *European Capital Markets Law*, 2. Edition, Bloomsbury Publishing, Oxford 2017. (European Law).
- Veil, R.** : *Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im Europäischen und nationalen Kapitalmarktrecht*, ZZB/JBB 2006, V. 3, N. 06, s. 162-171. (der verständiger Anleger).
- Versky, A./
Kahneman, D.** : *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Science 1974, V. 185, N. 4157, s. 1124-1131.
- Vokuhl, N.** : *Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft*, Nomos 2007.
- Yalman, S.** : *Türk ve İsviçre Hukukunda Sözleşme Görüşmelerinden Doğan Sorumluluk*, Seçkin, Ankara 2006.
- Yanlı, V.** : *Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında 'İçsel Bilgi' Kavramı*, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu, İstanbul 2011, s. 258-271. (İçsel Bilgi).

- Yanlı, V.** : *Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması*, Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasası'na Etkileri, Uluslararası Konferans, Ankara 2010, s. 157-166. (TTK Tasarısı).
- Yanlı, V.** : *Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması*, Beta, İstanbul 2005. (Kamunun Aydınlatılması).
- Yanlı, V.** : *Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması*, Beta, İstanbul 2000. (Tüzel Kişilik Perdesi).
- Yanlı, V.** : *Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası Kanunu'nun Bazı Ortak Konulara İlişkin Düzenlemelerinin Karşılaştırılması*, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013 İstanbul, (Özkorkut, K. (Ed.)), BTHAE, Ankara 2017, s. 53-75. (Ortak Konular).
- Yasaman, H.** : *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku*, İstanbul 1992. (Menkul Kıymetler).
- Yasaman, H.** : *Sermaye Piyasasının Hukuki Yönü*, KÜİİBFD 1984, C. 1, S. 1, s. 203-214. (Sermaye Piyasası).

- Yaşar, T. N.** : Şirketler Hukuku Açısından “Compliance” Kavramı ve Borsaya Kayıtlı Şirketlerde Uygulaması, Ankara Üniversitesi 2018, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Yavaşoğlu, M.** : Sermaye Piyasası Mevzuatında Bağımsız Denetim-Yorum, Uygulama ve Açıklamalar, Seçkin, Ankara 2001.
- Yavuz, C.** : Borçlar Hukuku Dersleri-Özel Hükümler, 15. Baskı, Beta, İstanbul 2018.
- Yaylaönu, U.** : *Kamunun Aydınlatılmasında ve Hisse Senedi Değerlemesinde Nakit Akım Tabloları*, SPKr Yeterlilik Etüdüleri 2004, 16. Dönem, No. 148, C. 2, s. 942-946.
- Yılmaz, S.** : *Kamunun Aydınlatılması ve Kurumsal İtibar, Kamunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri* (Aydın, N. (Ed.)). Anadolu Üniversitesi Yayınları No. 1995, 2009, s. 103-151. (Kurumsal İtibar).
- Yılmaz, S.** : *Türk Borçlar Kanunu Tasarısında Sebep Sorumluluklarına İlişkin Yeni Hükümler*, AÜHFD 2010, C. 59, S. 3, s. 551-578. (Sebep Sorumluluğu).
- Yılmaz, Z.** : Trafik Kazaları ve Taşımacılıktan Doğan Hukuki Sorumluluk, Tazminat, Sigorta ve Rücu Davaları, 3. Baskı, Adalet, Ankara 2014. (Tazminat).
- Zürcher, W./ Speck, B. D.** : *Swiss Equity Capital Markets Explained*, Int. Financial L. Rev. 2006, V. 25, s. 74-78.