

TÜRK, ABD VE AB HUKUKU DÜZENLEMELERİ ÇERÇEVESİNDE KİTLE
FONLAMASI

Yüksek Lisans Tezi

AHMET EMİN URAL

Hukuk Bölümü
İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi
Ankara
Mart 2022

AHMET EMİN URAL

TÜRK, ABD VE AB HUKUKU DÜZENLEMELERİ
ÇERÇEVESİNDE KİTLE FONLAMASI

Bilkent Üniversitesi 2022

TÜRK, ABD VE AB HUKUKU DÜZENLEMELERİ ÇERÇEVESİNDE KİTLE
FONLAMASI

İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi
Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü

AHMET EMİN URAL

Özel Hukuk Disiplininde Yüksek Lisans Derecesi
Kazanma Yükümlülüklerinin Bir Parçasıdır.

Hukuk Bölümü

İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi

Ankara

Mart 2022

TÜRK, ABD VE AB HUKUKU DÜZENLEMELERİ ÇERÇEVESİNDE KİTLE
FONLAMASI

Ahmet Emin Ural

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Yüksek Lisans derecesi için yeterli bulunduğumu beyan ederim.

.....

Aslı Elif GÜRBÜZ USLUEL

Tez Danışmanı

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Yüksek Lisans derecesi için yeterli bulunduğumu beyan ederim.

.....

Mehmet Çağlar MANAVGAT

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Yüksek Lisans derecesi için yeterli bulunduğumu beyan ederim.

.....

Elif Cemre HAZIROĞLU

Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü'nün onayı

.....

Refet Soykan GÜRKAYNAK

Enstitü Müdürü

ABSTRACT

CROWDFUNDING WITHIN THE FRAMEWORK OF TURKISH, US AND EU

REGULATIONS

Ural, Ahmet Emin

LL.M., Department of Law

Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Aslı Elif Gürbüz Usluel

March, 2022

In today's world, a wide variety of funding systems have been developed in order to create different kinds of business models. One of them is crowdfunding. Crowdfunding is a finch service that makes financial services portable. Although crowdfunding appears in four different models, in this study, explanations mostly are made about the equity and lending models are evaluated due to the scope of regulations. After the 2008 financial crisis, crowdfunding was based on realization of innovative business ideas with low transaction costs by entrepreneurs in need of financing. In this case, while the entrepreneur gets financing without incurring the costs of the public offering, many investors will be able to invest in small amounts of entrepreneurs' ideas. Since the entrepreneur expects funds from a large number of investors, the investor base will be quite large, and as it will need protection, it will be a subject matter of capital market law regulations. In our study, together with the crowdfunding regulations in Turkish law, the US and EU regulations will also be discussed.

In the first part of the thesis, crowdfunding will be examined in general. In the second part, the US and EU regulations will be discussed, and in the third part, Turkish crowdfunding regulations will be examined and in the last part, legal regime of relationship between crowdfunding parties and liabilities will be determined.

Keywords: Crowdfunding, Securities, Capital Market Code art. 35/A, Investor, Crowdfunding Platforms.



ÖZET

TÜRK, ABD VE AB DÜZENLEMELERİ ÇERÇEVESİNDE KİTLE FONLAMASI

Ural, Ahmet Emin

Yüksek Lisans, Hukuk Bölümü

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Aslı Elif Gürbüz Usluel

Mart 2022

Günümüz dünyasında iş modeli portföyünün genişletilmesi adına pek çok çalışma gerçekleştirilmektedir. Bunlardan bir tanesi de kitle fonlamasıdır. Kitle fonlaması finans hizmetlerini taşınabilir hale getiren bir fintek hizmetidir. Kitle fonlaması dört farklı şekilde karşımıza çıkmakla beraber çalışmada ağırlıklı olarak paya ve borçlanmaya dayalı modellere ilişkin açıklamalar yapılmıştır. Kitle fonlaması esasen, 2008 finansal krizinden sonra nakit ihtiyacı olan girişimcilerin düşük işlem maliyetleriyle yenilikçi iş fikirlerini hayata geçirmesi eksenine oturtulmuştur. Bu durumda girişimci halka arz maliyetlerine katlanmaksızın nakde kavuşurken, çok sayıda yatırımcı küçük miktarlarla girişimcilere yatırım yapma imkânına kavuşmaktadır. Girişimci çok sayıda yatırımcıdan fon beklediğine göre yatırımcı kitlesi hayli geniş olacaktır. Bu durumda yatırımcının korunmaya ihtiyacı olacağından sermaye piyasası hukukunun düzenlemeleri uygulanacaktır. Çalışmamızda Türk hukukundaki kitle fonlaması düzenlemeleriyle beraber ABD ve AB hukukundaki kurallar da ele alınacaktır.

Tezin ilk bölümünde kitle fonlaması genel itibariyle incelenecektir. İkinci bölümde ABD ve AB düzenlemeleri ele alınacak, 3. Bölümde ise Türk hukukundaki kitle

fonlaması düzenlemeleri analiz edilecek ve son bölümde kitle fonlaması tarafları arasındaki hukuki ilişkinin niteliği ile anılan tarafların sorumlulukları tespit edilecektir.

Anahtar Kelimeler: Kitle Fonlaması, Sermaye Piyasası Araçları, SPKn m. 35/A, Girişimci, Yatırımcı, Kitle Fonlaması Platformları.



TEŞEKKÜR

Bu çalışma, 01.03.2022 tarihinde, Prof. Dr. Mehmet Çağlar Manavgat, Doç. Dr. Aslı Elif Gürbüz Usluel ve Dr. Öğr. Üyesi Elif Cemre Hazıroğlu'dan oluşan tez jürisi önünde savunulmuş ve oybirliği ile başarılı bulunmuştur.

Tez danışmanım Doç. Dr. Aslı Elif Gürbüz Usluel'e desteklerinden, sabrından ve katkılarından ötürü teşekkür ederim. Bir diğer jüri üyesi Prof. Dr. Mehmet Çağlar Manavgat'a benim gibi pek çok gence sermaye piyasası hukukunu sevdirdiği ve değerli yorumlarıyla çalışmaya katkıda bulunduğu için teşekkür ederim. Dr. Öğr. Üyesi Elif Cemre Hazıroğlu'na desteklerinden ve katkılarından ötürü teşekkür ederim.

En büyük destekçim olan aileme bana her koşulda güvendikleri için teşekkürlerimi borç bilirim. Zira onlardan bu desteği almasaydım başaramazdım.

İÇİNDEKİLER

ABSTRACT	III
ÖZET.....	V
KISALTMALAR CETVELİ	XIV
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: KİTLE FONLAMASI KAVRAMI	5
I. TANIMI.....	5
II. TARİHSEL GELİŞİMİ.....	7
III. UNSURLARI	9
A. Kitle Kaynaklı Katkı (<i>Crowdsourcing</i>).....	9
B. Teknoloji	10
C. Mikrofinans (<i>Microfinance</i>)	11
IV. TÜRLERİ	12
A. Genel Olarak.....	12
B. Bağışa Dayalı Model.....	13
C. Ödül ve Önceden Alıma Dayalı Model.....	14
D. Borçlanmaya Dayalı Model	15
E. Paya Dayalı Model.....	17
F. Kitle Fonlaması Türlerinde Sermaye Piyasası Araçları	19
V. GİRİŞİMCİLERİN FİNANSMANINA İLİŞKİN DİĞER YÖNTEMLERDEN FARKI	22
A. Girişim Sermayesi (<i>Venture Capital</i>)	22

B. Melek Yatırımcılar (<i>Angel Investors</i>)	27
VI. KİTLE FONLAMASININ ÖZEL OLARAK DÜZENLENMESİNİN	
NEDENLERİ	29
İKİNCİ BÖLÜM: ABD VE AB HUKUK SİSTEMLERİNDE KİTLE	
FONLAMASI	33
I. ABD HUKUKU'NDA KİTLE FONLAMASI.....	33
A. ABD Hukuku'nda Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemeleri.....	33
1. Genel Olarak	33
2. İhraççılar.....	35
a. İhraççı Tanımı	35
b. İhraççının Yükümlülükleri	36
aa. İhraç Sınırı.....	36
bb. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri.....	37
cc. İhraç Tutarına Göre Raporlama Yükümlülüğü.....	39
dd. Reklam Yasağı	40
3. Yatırımcılar	40
a. Yatırımcılara İlişkin Yatırım Kısıtlaması.....	40
b. Devir Yasağı	42
4. Geniş Yetkili Aracılar ve Kitle Fonlaması Portalları	43
5. Kitle Fonlaması Aracılarının Yükümlülükleri.....	45
a. Riski Saptama ve Azaltma Yükümlülüğü.....	45
b. Yatırımcı İçin Hesap Açma Yükümlülüğü	46
c. İşlemlere İlişkin Gereksinim Yükümlülükleri.....	47
d. Çıkar Çatışmasını Önleme Yükümlülüğü	48

II.AB'DE KİTLE FONLAMASI	49
A. Tüzük Öncesi Çalışmalar	49
1. 2014/172 Sayılı İnceleme Raporu.....	49
2. Sermaye Piyasaları Birliğinin Oluşturulması Hakkında Yeşil Rapor ve Hareket Planı.....	49
3. 2016/154 Sayılı Avrupa Komisyonu Raporu	50
4. Avrupa Komisyonu Fintek Eylem Planı	50
5. Tüzük Taslağı	51
B. 2020/1503 Sayılı AB Kitle Fonlaması Tüzüğü	52
1. Genel Olarak	52
2. Kitle Fonlaması Hizmetlerinin Sağlanması ve Hizmet Sağlayıcılarının Organizasyonel ve Operasyonel Gereksinimleri.....	55
3. Kitle Fonlaması Hizmet Sağlayıcılarının Yetkilendirilmesi ve Denetlenmesi.....	59
4. Yatırımcının Korunması	60
 ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: TÜRK HUKUKU'NDA KİTLE FONLAMASINA İLİŞKİN DÜZENLEMELER	 64
I. 6362 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU VE KİTLE FONLAMASI TEBLİĞİ (III-35/A.2)	64
A. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.....	64
1. Genel bakış.....	64
2. SPKn'de Düzenlenen Kitle Fonlaması Türleri ve Kitle Fonlamasında Sermaye Piyasası Araçları.....	65
3. Kitle Fonlaması Faaliyetlerinin Halka Arzın Dışında Tutulması	68

a. Halka Arza İlişkin Hükümlerde	68
b. İzahname ve İhraç Belgesi Yükümlülüğüne İlişkin Hükümlerde ...	69
4. Kitle Fonlaması Platformlarına İlişkin Hükümler	70
5. Kitle Fonlamasına İlişkin SPKn Hükümlerinin Değerlendirilmesi	73
B. Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2)	77
1. Genel Olarak	77
2. Paya ve Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlamasının Tarafları.....	80
a. Girişimci.....	81
aa. Tanımı ve Nitelikleri	81
bb. Yıllık Fon Toplama Sınırı	84
cc. Fon Toplamaya İlişkin Esaslar.....	86
dd. Girişimcinin Elde Ettiği Fonun Karşılığında Çıkarılan Payın Yatırımcı Tarafından İktisabı ve Sermaye Artırım Kararı.....	87
ee. Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Paya İlişkin Özel Durumlar ..	91
aaa. Oydan Yoksun Paylar	91
bbb. İmtiyazlı Paylar	92
ff. Kamuyu Aydınlatma	93
gg. Özel Amaçlı Bağımsız Denetim.....	97
b. Yatırımcı	101
aa. Nitelikli Yatırımcılar.....	101
bb. Yatırım Sınırı	106
cc. Pay Devri Kısıtlamaları.....	107
c. Platform.....	108
aa. Kurul Listesine Alınma ve Listedden Çıkma Koşulları.....	109

aaa. Platformun Şirket Tüzel Kişiliği, Ortakları ve Yönetim Kurulu Üyesi Olarak Sahip Olması Gereken Koşullar	109
bbb. Operasyonel ve Teknik Yükümlülükler	111
ccc. Ortaklık Yapısı Değişikliği.....	112
ddd. Yatırım Komitesi	115
bb. Platformun Faaliyetlerine İlişkin Esaslar	119
aaa. Gerçekleştirebileceği Faaliyetler.....	119
bbb. Platformların Faaliyetlerine İlişkin Yükümlülükleri	121
ccc. Yurt Dışında Yerleşik Platformların Faaliyetleri.....	122
cc. Platform Üyeliğine İlişkin Esaslar	125
dd. Emanet Yetkilisinin Durumu	127
ff. Kaydileştirme ve Dağıtım Esasları	132
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: KİTLE FONLAMASI TARAFLARI ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİLERİN NİTELİĞİNİN BELİRLENMESİ VE HUKUKİ SORUMLULUK.....	134
I. PLATFORM - GİRİŞİMCİ İLİŞKİSİ	134
II. PLATFORM İLE YATIRIMCI ARASINDA AKDEDİLEN ÜYELİK SÖZLEŞMESİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ	142
III. YATIRIMCI-GİRİŞİMCİ/GİRİŞİMCİ ŞİRKET İLİŞKİSİ	145
A. Yatırımcı ve Girişimci/Girişimci Şirket Arasındaki Hukuki İlişkinin Tespiti.....	145
B. Bilgi Formunun Hukuki Niteliği	148
C. Girişim Şirketinin Bilgi Formundan Doğan Sorumluluğu.....	150

SONUÇ.....	154
KAYNAKÇA	158
ONLİNE KAYNAKLAR.....	172
KARARLAR.....	174



KISALTMALAR CETVELİ

5411 sayılı Bankacılık Kanunu	: 1 Kasım 2005 tarih ve 25983 mükerrer sayılı Resmî Gazete’de Yayımlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu
7061 sayılı Kanun	: 5 Aralık 2017 tarih ve 30261 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 7061 sayılı Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun
7222 sayılı Kanun	: 25 Şubat 2020 tarih ve 31050 sayılı Resmî Gazete’de Yayımlanan 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AÜHFD	: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
BATİDER	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
Bkz./bkz.	: Bakınız/bakınız
BKY	: Bireysel Katılım Yatırımcısı

Böl. :bölüm(section)

C. : Cilt

CFR : Code of Federal Regulations
(FederalDüzenlemeler Dizisi)

dn. : dip not

Geniş Yetkili Aracı Kurumlar : 17/12/2013 tarih ve 28854 sayılı Resmî
Gazete’de yayımlanan Yatırım
Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet
Esasları Hakkında Teblig.

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği : 22 Haziran 2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi
Gazetede Yayımlanan İzahname ve İhraç
Belgesi Tebliği (II-5.1).

Girişim Sermayesi Yatırım

Ortaklıklarına İlişkin Esaslar

Tebliği : 9 Ekim 2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi
Gazete’de yayımlanan Girişim Sermayesi
Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
(III-48.3).

Girişim Sermayesi Yatırım Fon-

larına İlişkin Esaslar Tebliği : 2 Ocak 2014 tarih ve 28870 Sayılı Resmi
Gazete’de Yayımlanan Girişim Sermayesi

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4).

hk.

:hakkında

I.

:Issue(Sayı)

JOBS Act

: Jumpstart Our Business Startups Act

Katılım Bankaları

: 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 3'üncü maddesinde tanımlanan katılım bankaları

Kanun

: 30 Aralık 2012 tarih ve 28513 sayılı Resmî Gazete'de Yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

Kurul

:Sermaye Piyasası Kurulu

md.

: madde

MKK

: Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi

Mülga Tebliğ

: 3 Ekim 2019 tarih ve 30907 sayılı Resmî Gazete'de Yayımlanan Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III-35A.1)

Mülga TTK : 9 Temmuz 1956 tarih ve 9353 sayılı Resmî
Gazete’de Yayımlanan 6762 sayılı Mülga Türk
Ticaret Kanunu

No. :Numara

Nr. :ParagrafNumarası

Örn. :Örneğin

Pay Alım Teklifi Tebliği : 23 Ocak 2014 tarih ve 28891 sayılı Resmî
Gazete’de Yayımlanan Pay Alım Teklifi
Tebliği (II-26.1)

Platform : Kitle Fonlaması Platformu

Portföy Saklama Tebliği : 2 Temmuz 2013 tarih ve 28695 sayılı Resmî
Gazete’de yayımlanan Portföy Saklama
Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak
Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği (III-56.1)

RC : Regulation Crowdfunding

RG : Resmi Gazete

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkla

rına İlişkin Esaslar Tebliği : 06/07/1993 tarihli ve 21169 sayılı Resmi
Gazete’de yayımlanan Risk Sermayesi Yatırım
Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği.

s.	:sayfa
S.	: Sayı
SA	: Securities Act of 1933
SEA	: Securities Exchange Act of 1934
SEC	:The United States Securities and Exchange Commission
SPKn	: 30 Aralık 2012 tarih ve 28513 sayılı Resmî Gazete’de Yayınlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPKr	:Sermaye Piyasası Kurulu
T.	: Tarih
TBK	: 4 Şubat 2011 tarih ve 27836 sayılı Resmî Gazete’de Yayınlanan 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TCK	: 12 Ekim 2004 tarih ve 25611 sayılı Resmî Gazete’de Yayınlanan 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu
TTK	: 14 Şubat 2011 tarih ve 27846 sayılı Resmi Gazete’de Yayınlanan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu

Tebliğ	: 27 Ekim 2021 tarih ve 31461 sayılı Resmi Gazete’de Yayımlanan Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2)
TL	: Türk Lirası
USD	: Amerikan Doları
vb.	:vebenzeri
vd.	: ve devamı
Vol.	: Volume (Cilt)
vs.	: ve saire
Yatırım Hizmetleri Tebliği	:11 Temmuz 2013 tarih ve 28704 sayılı Resmî Gazete’de Yayımlanan Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1)
Yatırım Kuruluşları Tebliği	:17 Aralık 2013 tarih ve 28854 sayılı Resmî Gazete’de Yayımlanan Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1)

GİRİŞ

Kitle fonlaması, girişimcilerin çevrimiçi platformlar vasıtasıyla nakit elde etmesine fayda sağlayan bir iş modelidir. Dolayısıyla kitle fonlamasının önemli unsurlarından biri de internet kullanımıdır. Web sitelerinin bu yöntem özelinde önemli olmasının nedenlerinden biri de geniş bir kitleye hitap edebilme kudretine sahip olmalarıdır. Kitle fonlaması girişimciler için özellikle 2008 finansal krizinden sonra fırsat haline gelmiştir. Zira belirli olgunluğa ulaşmayan yenilikçi iş fikrine sahip girişimcilerin geleneksel nakit elde etme yöntemleri olan teminatsız kredi, melek yatırımcı ya da girişim sermayesi vasıtasıyla kaynak elde etme olanağı düşüktür. Diğer taraftan, geniş bir yatırımcı kitlesine hitap eden kitle fonlaması platformlarının gerçekleştirdiği işlemlerin çoğu, yeterli bilgi ve deneyime sahip olmayan yatırımcıların korunması ve girişimcilerin kaynak elde etmesi amacıyla düzenlenmesi gerekmiştir. Bu itibarla başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere Asya ve Avrupa ülkeleri de bu iş modelinin gelişimine kayıtsız kalmamıştır. Ülkemizde ise kitle fonlaması ilk kez 2017 yılında Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) m. 35'e eklenen bir kanun maddesi ile hayatımıza girmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPKr) 2019 yılında, Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'ni (Mülga Tebliğ) (III-35/A.1)¹ düzenlemiştir. 2021 yılında ise, pay ve borçlanma modellerinin benimsendiği Kitle Fonlaması Tebliği (Tebliğ) (III-35/A.2) ² yürürlüğe girmiştir.

¹ RG. 03.10.2019, S.30907.

² RG. 27.10.2021, S. 31461.

Çalışmanın amacı, kitle fonlaması kavramını derinlemesine inceleyerek öncelikle ABD ve Avrupa Birliği (AB) hukuku düzenlemelerini değerlendirmek, ardından Türk hukukundaki düzenlemelerle karşılaştırmakla beraber kitle fonlamasının tarafları olan girişimci, yatırımcı ve platform arasındaki hukuki ilişkinin niteliğini tespit etmektir.

Bu itibarla çalışmanın ilk bölümünde kitle fonlaması kavramı şirket finansmanı ve hukuki açıdan derinlemesine incelenmiştir. Kavramın detaylı şekilde incelenmesinin sebebi kitle fonlamasının neye hizmet ettiğini yani hangi menfaatleri içerdiğini ortaya koymaktır. Bu itibarla menfaatlerin ortaya çıkarılması, kitle fonlaması düzenlemelerindeki normun koruma amacının tespitini sağlayacaktır. Bu bağlamda çalışmanın ilk bölümünde kitle fonlamasının tanımı, tarihsel gelişimi, unsurları, türleri, kitle fonlaması modellerinde kullanılan sermaye piyasası araçları, kitle fonlamasının özel olarak düzenlemesinin nedenleri ve girişimcilerin nakde ulaşmasına ilişkin diğer yöntemler kitle fonlaması ile karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

İkinci bölümde ise yabancı hukuk düzenlemeleri ele alınmıştır. İkinci bölümün ilk kısmında kitle fonlamasının bayrak taşıyıcısı olarak gösterilen ABD hukukundaki düzenlemeler incelenmiştir. Bu kısımda *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act) ile *Securities and Exchange Commission*'ın (SEC) yürürlüğe soktuğu *Regulation Crowdfunding* (RC) kapsamında kitle fonlaması nakde ulaşma yönteminin tarafları olan ihraççı, girişimci ile yatırımcının tâbi olduğu kurallar incelenmiştir. ABD hukukundaki düzenlemeler incelendikten sonra ülkemizin AB açısından aday ülke konumunda olmasından ötürü AB hukuku ele alınmıştır. İki farklı hukuk düzeninin

uyum derecesini tespit etmek adına AB ile Türk hukuku kuralları karşılaştırmalı bir şekilde irdelenmiştir. Diğer taraftan, AB hukukunda kitle fonlamasına ilişkin düzenleme belirli aşamalar kat edildikten sonra yürürlüğe girmiştir; çünkü düzenleyiciler kitle fonlaması ekosisteminin gelişimini takip ettikten sonra düzenleme yapma tercihinde bulunmuşlardır. Bu itibarla AB hukuku başlığı altında öncelikle Tüzük öncesi çalışmalar ele alınmıştır. Sonrasında yatırımcı, ihraççı ve platformun tâbi olduğu yükümlülükler incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde Türk hukukundaki kitle fonlaması kuralları değerlendirilmiştir. Son bölümde ise yatırımcı, platform ve girişimci arasındaki hukuki ilişkinin niteliği ile tarafların sorumlulukları ele alınmıştır. Üçüncü bölümün ilk kısmında Türk hukukundaki kitle fonlaması düzenlemeleri olan SPKn m. 35/A ile SPKr'nin çıkardığı Tebliğ incelenmiştir. SPKn'e ilişkin kurallar özellikle sermaye piyasası hukukunun amacı ile SPKn m. 35/A'nın arasındaki bağlantıyı tahlil ederek irdelenmiştir. Burada özellikle kanun koyucunun, kitle fonlamasını halka arzın dışında tutması tercihi diğer hukuk sistemleriyle karşılaştırılmıştır. Sonrasında SPKr'nin çıkardığı paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması düzenlemesindeki tarafların tâbi olduğu kurallar ele alınmıştır. Son bölümde ise kitle fonlaması tarafları arasındaki hukuki ilişkinin tespiti ile sorumlulukları incelenmiştir. Bu incelemenin maksadı, taraflar arasında uyuşmazlık çıktığında hangi hukuk kurallarının uygulanacağını belirlemektir. Taraflar arasındaki ilişki tespit edilirken yatırımcı, ihraççı ve aracı kurum arasındaki hukuki ilişkiyi tespit eden kaynaklardan faydalanılmıştır. Burada özellikle yatırımcı ve girişimci arasındaki sözleşmenin ne zaman kurulduğunu tespit etmek için girişimcinin SPKr'nin belirlediği formatta hazırladığı bilgi formunun

hukuki niteliği ile girişim şirketinin bilgi formundan doğan sorumluluğu
incelenmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM: KİTLE FONLAMASI KAVRAMI

I. TANIMI

Kitle fonlaması uygulama açısından çok yeni bir kavram olmamakla beraber modern anlamda kitle fonlaması düzenlemeleri gerek Türk hukuku gerek yabancı hukuklarda yakın geçmişe dayanmaktadır³. Kitle fonlaması, girişimcilerin ya da girişim şirketlerinin internet vasıtasıyla çok sayıda yatırımcıdan küçük miktarlarda katkı alarak fon sağlaması olarak tanımlanır⁴. Bunun yanında kitle fonlamasına ilişkin farklı tanımlamalar da yapılmıştır. Örneğin kitle fonlaması, “*maddi olanakların yetersizliğinden dolayı gerçekleştirilemeyen ve bu nedenle rafta kalan ya da rafta kalkan düşüncelerin ve projelerin ya da henüz topluma sunulamayan yeni ürünlerin genellikle internet aracılığıyla çok geniş bir kitlelere finanse ettirilmesi veya fonlandırılması işlemi*” şeklinde de tanımlanabilir⁵.

Kitle fonlaması geleneksel nakde ulaşma yöntemlerine alternatif olarak ortaya çıkmıştır ve çevrimiçi platformlar yani internet vasıtasıyla fon toplanmasını amaçlamaktadır. Bu fonlama tekniğini diğerlerinden ayıran unsur, sınırı belirli

³ Cohn, S. R.: *The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution*, Florida L. R. 2012, V.64, s.1434.

⁴ Bradford, S.: *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, Col. Bus. L.R. 2012, V.1 (*Crowdfunding Regulation*), s.10; Belleflamme P./Lambert, T. /Schwienbacher, A: *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, Journal of Business Venturing 2014, C.29, S. 5, s.8; Armour J./Enriques L.: *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, ECGI 2017 (*Promise and Peril*), s.2.; European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and Committee of Regions: *Unleashing The Potential of Crowdfunding in the European Union*, COM(2014) 172 Final, 2014 (https://eur-lex.europa.eu/resorce.html?uri=cellar:3e0b89b3-b6eb-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0002.01/DOC_1&format=PDF) (Son Erişim Tarihi:31.03.2021).; Black’s Law Dictionary, Deluxe Tenth Edition, s. 459.; The Financial Conduct Authority, THE FCA’s Regulatory Approach to Crowdfunding (Consultation Paper, October 2013).

⁵ Akbulak, Y.: *Paya Dayalı Kitle Fonlamasının Temelleri*, Leges Hukuk Dergisi 2019, Prof. Dr. Saim Üstündağ’a Vefa Andacı, Yıl:10, Sayı: Özel Sayı, s.55. Birçokları yerine bkz. Onur, M. N./ Degirmenci, Ö: *Crowdfunding-Kitle Fonlaması*, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Çalışma Raporları 2015, S.7, s. 1.; Hazen T. L.: *Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws- Why The Specially Tailored Exemption Must ve Conditioned on Meaningful Disclosure*, N. Car. L. R. 2012, V.90, s.1737.

olmayan kitlelere internet üzerinden ulaşılması ve bu kitleleri oluşturan kişilerin her birinden küçük miktarlarla kaynak sağlanmasıdır⁶. Diğer taraftan, kitle fonlamasının gerçekleştirilmesi için sermaye piyasası hukukundaki aracı kurumlar gibi nispeten işlem maliyeti yüksek finansal aracılara ihtiyaç yoktur. Yatırımcı ile girişimci arasındaki iletişimi sağlayan ve girişim şirketlerinin fonlanmasına aracılık eden kitle fonlaması platformları, aracı kurum olarak görülebilir; ancak platformlar, sermaye piyasası hukukundaki aracı kurumların aksine işlem maliyetlerini çok yükseltmezler ve işlem koşullarını kolaylaştırırlar. Bu platformlar vasıtasıyla fon arayan girişimci ile yatırım kararı almak isteyen yatırımcı buluşur ve yatırımcının korunmasına yönelik bir çevrimiçi piyasa yaratılır⁷.

Kitle fonlaması platformlarını ayrıca fintek boyutuyla da tanımlamak gerekir. Son dönemlerde finansal hizmetlerin daha etkin ve hızlı şekilde sunulmasını amaçlayan teknolojik gelişmeleri ifade etmek üzere yeni bir kavram olarak “finansal teknolojiler” ortaya çıkmıştır⁸. Nakde erişim bağlamında, finteklerin ortaya çıkması ile 2008 finansal krizi arasında güçlü bir bağlantı bulunmaktadır. Bir başka yönüyle fintek, bankacılık sektörünün dijitalleşmesi ile finansal piyasalarda önemli bir yapı taşı haline gelmiş ve bu piyasalarda rekabeti artırmıştır⁹. Bu itibarla fintekler, yalnızca rekabeti artırıcı etkileri dikkate alınsa bile finansal piyasalarda tüketici refahının

⁶ Wroldsen, J.S.: *The Social Network and the Crowdfunding Act: Zuckerberg, Saverin and Venture Capitalists' Dillution of the Crowd*, Vanderbilt J. Ent. Tech. L. 2013, V.15, s.585.

⁷ Steinhoff, R.: *The Next British Invasion Is Securities Crowdfunding: How Issuing Non-Registered Securities Through The Crowd Can Succeed in the United States*, Uni. Clor. L.R. 2015, V.86, I.2, s.668-669.

⁸ Baytemür, D.: *Kitle Fonlaması Kavramı ve Hukuki Altyapısı*, BFHD 2019, C.8, S.31, s.597. ; Fintek tanımı için bkz. “www.investopedia.com” (Son Erişim Tarihi 02.03.2021). Fintekle ilişkin detaylı bilgi için bkz. Kocaoğlu Ulbrich, Ş. E. : *Avrupa Birliği ve Türk Banka Hukuku Yönünden Fintek*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2019, s.10.

⁹ Fintekle ilişkin detaylı bilgi için bkz. Kocaoğlu Ulbrich, Ş. E. : *Avrupa Birliği ve Türk Banka Hukuku Yönünden Fintek*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2019, s.10.

artmasında önemli bir rol oynamışlardır. Zira fintekler sayesinde bankaların işlem ücretleri de düşmek zorunda kalmıştır.

Fintekler temel olarak, finansal hizmetleri taşınabilir hale getirir. Kitle fonlaması platformları teknolojik gelişme sayesinde finansal hizmet gerçekleştirirler. Dolayısıyla bu platformların verdikleri hizmetler fintek hizmeti olarak adlandırılmalıdır. Finansal İstikrar Kurulu, beş farklı fintek hizmetinin var olduğunu ileri sürmüştür¹⁰. Finansal İstikrar Kurulu fintek hizmetlerini; ödeme ve takas, mevduat-borç verme ve fon toplama, sigorta, yatırım yönetimi, pazar desteği olarak beşe ayırmıştır. Bu hizmetlerden borç verme ve fon toplama kitle fonlaması kapsamında verilen hizmetler arasında yer almaktadır¹¹.

II. TARİHSEL GELİŞİMİ

Tanımından da anlaşılacağı üzere kitle fonlaması yoluyla nakde ulaşma yöntemi, yenilikçi ya da endüstriye entegre olabilecek iş fikrine sahip girişimcilere fon sağlanması açısından çok önemli özelliklere sahiptir. Bu özelliklere sahip olan yöntemler internetin keşfinden önce de kullanılmıştır. Örneğin, 17. ve 18. yüzyılda İngiltere’de kitap basım faaliyetleri gerçekleştirmek için geniş kitlelerden katkı sağlanması talep edilmiştir. Basım faaliyetlerinin kitle kaynaklı destekler vasıtasıyla finanse edilmesi ile kitapta katkı sağlayan kişilere liste halinde yer verilmiştir¹². Benzer şekilde, aynı tarihlerde İrlanda’da düşük gelirli ailelere kredi verilmesi de kitle fonlaması faaliyeti olarak kabul edilmiştir¹³.

¹⁰ Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board): *Financial Stability Implication from Fintech: Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention*, 2017,s.8.

¹¹¹ Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board): *Financial Stability Implication from Fintech: Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention*, 2017,s.7.

¹² Korkmaz, Ö: *Amerikan Hukuku İle Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması*, İstanbul 2020, s.4.

¹³ Kitle Fonlaması Tarihçesi için: www.fundable.com (Son Erişim Tarihi: 02.03.2021).

Diğer taraftan, internet vasıtasıyla yürütülen ilk kampanya 1997 yılında ABD'deki turnenin finanse edilmesi amacıyla İngiliz müzik grubu *Marillion* tarafından gerçekleştirilmiştir. İlk kitle fonlaması platformu ise 2001 yılında “*Artist Share*” olarak kayıtlara geçmiştir¹⁴. Daha sonra 2005 yılında *Kiva*¹⁵ ve *Prosper*¹⁶, 2008 de “*Peerbackers*”, 2009 da *Kickstarter*¹⁷ kitle fonlaması platformu olarak kurulmuştur. Ancak belirtmek gerekir ki bütün platformlar girişimcileri finanse etmek için tek bir yöntem seçmemişlerdir. Kitle fonlaması platformları girişiciler adına bağışa, ödüle ve ön alıma, borçlanmaya ve sermaye yatırım modellerini benimseyerek finansal kaynak yaratılmasına aracı olabilirler. Örneğin *Kickstarter* yeni bir ürünün ortaya çıkarılmasına ilişkin projeler yürütür ancak bir kitle fonlaması platformu olan *GoFundMe*¹⁸, bağış yapılmasını sağlar. *Kiva* girişimcilere borç verilmesi amacıyla girişimcinin projesini yayımlar ve *Profunder* ise verilen sermayeyle orantılı olacak şekilde yatırımcıya girişimcinin şirketinden pay verilmesine ve girişimcinin kazancına katılmasına aracı olur.

Girişimciler açısından bilhassa 2008 finansal krizi kitle fonlamasının önem kazanması için kilometre taşı olmuştur. Bu krizin esasen bankacılık sektörüne ilişkin olması nedeniyle bankalar katı düzenlemelere tâbi olmaya başlamıştır. Bu nedenle artık girişim şirketlerinin/girişimcilerin kredi çekme ya da geleneksel nakde ulaşma yöntemlerine başvurma imkânları olmadığından girişimcilere kaynak sağlanması için

¹⁴ Kitle Fonlaması Platformu “*Artist Share*” hakkında bkz. www.artistshare.com/about (Son Erişim Tarihi: 02.03.2021).

¹⁵ Kiva borca dayalı kitle fonlaması modeline dayalı hizmet vermektedir, 1.55 USD’lik fonlamaya aracı olmuştur ve San Francisco’da kurulmuştur. www.kiva.org/about (Son Erişim Tarihi: 02.03.2021).

¹⁶ Prosper “*peer to peer lending*” (P2P) platformu olarak borca dayalı kitle fonlamasına aracılık yapmaktadır. Toplamda 1 milyon yetmiş bin kişiye olmak üzere 18 milyar USD’lik para toplanmasını sağlamıştır. www.prosper.com/about (Son Erişim Tarihi: 02.03.2021).

¹⁷ Kickstarter 561 bin projeyi sayfasında yayımlamıştır ve bunların yaklaşık 200 bini başarıyla sonuçlanmıştır. Buna göre 19 milyon insan mali kaynak elde etmiş ve toplamda 5.6 milyar USD’lik bir kaynak oluşturulmuştur. www.kickstarter.com/about (Son Erişim Tarihi: 02.03.2021).

¹⁸ Gofundme hakkında bkz. www.gofundme.com/questions (Son Erişim Tarihi: 02.03.2021).

yeni nakde ulaşma yöntemlerinin hayata geçirilmesi zorunluluğu doğmuştur. Dolayısıyla kitle fonlaması yöntemi özellikle teminatsız banka kredilerinin yerini almış ve girişimcilerin yenilikçi fikirlerinin hayata geçirilmesine hizmet etmiştir. Öte yandan, kitle fonlamasının tek işlevi girişimciler için nakde ulaşma kolaylığı sağlamak değildir. Nakde ulaşma kolaylığının sağlamasının yanında, yeni bir ürünün çeşitli iktisadi basamaklarından aracı kullanılarak geçilmesi ve ürünün satılmasında rol oynadığı için girişimcinin ticari karar alma sürecini etkileyen bir yönü de bulunmaktadır¹⁹.

Kitle fonlaması platformlarının tarihsel gelişimi çevrimiçi platform pazarının günden güne genişlediğini ve derinleştiğini göstermektedir.

III. UNSURLARI

A. Kitle Kaynaklı Katkı (*Crowdsourcing*)

Kitle fonlaması, girişimcilerin kaynak bulması için en etkili araçlardan biridir. Bu çıkarımın yapılmasının temel nedeni kitle fonlaması modellerinin unsurlarıdır. Tanımından da anlaşılacağı üzere kitle fonlamasının temel unsurları kitle kaynaklı katkı, mikrofinans ve teknolojidir²⁰. Kitle fonlaması, kitle kaynağının bir örneğidir ve kitle fonlamasından daha farklı kitle kaynaklı katkı modelleri de geliştirilmiştir²¹. Diğer taraftan kitle kaynağı ise kitle fonlamasının etkili bir nakit bulma yöntemi haline gelmesinin en önemli unsurudur²² ve öncülü niteliğindedir.

¹⁹ Manavgat, Ç: *Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması*, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul 2019 (Kitle Fonlaması) s.767.

²⁰ Beauileu, T. / Sarker, S./ Saonee, S.: *A Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding*, CAIS 2015, V. 37, s.9.

²¹ Bowman, B.: *A Comparative Analysis of Crowdfunding Regulation in the United States and Italy*, Wis. Int. L. J. 2015, V.33, N.2, s.334.

²² Sanchez, R.: *The New Crowdfunding Exemption: Only Time Will Tell*, UC Dav. Bus. L. J. 2013, V.14, N. 1, s.113.

Kitle kaynağı (*Crowdsourcing*), hâlihazırda çözümü bulunmayan bir sorunun, işinin ehli kişiler vasıtasıyla değil de bu soruna ilişkin üst düzeyde teknik bilgisi bulunmayan ancak sayıca çok kişinin katkısıyla çözülmesi olarak tanımlanmaktadır²³. Sorunun çözümüne ilişkin gerçekleştirilen çalışma, bilgi ya da fikirler internet, sosyal medya veya akıllı telefonlar üzerinden yapılmaktadır²⁴. Kitle kaynaklı katkı ise, görece geniş bir kitlenin çevrimiçi platformlar aracılığıyla bir projeye katkıda bulunması anlamına gelmektedir²⁵. Kitle fonlaması süreçlerindeki kitle kaynaklı katkı, fon sağlanmasıyla gerçekleşir. Öte yandan *Wikipedia*, kitle kaynaklı katkının en önde gelen örneğidir; zira tüm ansiklopedi çok geniş bir kitlenin oluşturduğu makalelerden ve düzeltmelerden ibarettir²⁶. *Linux* ve *IBM* işletim sistemleri de kitle kaynaklı katkıya örnek olarak gösterilebilir. Mezkûr işletim sistemleri herhangi bir kişinin geliştirmesine açıktır. Farklı kişilerin birbirinden bağımsız ancak kolektif bir şekilde yaptıkları katkı bu işletim sistemlerinin gelişiminde önemli bir rol oynamıştır.

B. Teknoloji

Kitle fonlaması platformları, kendisine kaynak arayan kişilere internet vasıtasıyla aracı olmaktadır. Kendisine kaynak arayan kişiler kampanyalarını, çevrimiçi web portallarının kampanya sayfasında yayımlatabileceklerdir. Akıllı telefonu, tableti ya da bilgisayarını olan kişiler bu kampanyalardan haberdar olabilecektir. Teknolojinin gelişimi, akıllı telefonların ya da bilgisayarların kolay

²³ <http://www.investopedia.com> (Son Erişim Tarihi: 01.02.2022).

²⁴ <http://www.investopedia.com/terms/c/crowdsourcing.asp> (Son Erişim Tarihi: 01.01.2022).

²⁵ Heminway J. M./Hoffman S. R.: *Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933*, Ten. L. R. 2011, V.78 (*Proceed at Your Peril*), s.881.

²⁶ Hurt, C.: *Pricing Disintermediation: Crowdfunding and Online Auction Ipsos*, Un. Of Illinois L. Rev. 2015, N. 1, s.223.

erişilebilir olması, belirli amaçların gerçekleştirilmesinde bir araç olarak kullanılmaktadır. Çevrimiçi web portalı yukarıda sayılan nedenlerden ötürü geniş bir topluluğa ulaşmak için elverişli bir araçtır. Bu itibarla kitle fonlaması modelleri, geniş bir kitleden çevrimiçi web portalları ve internet aracılığıyla katkı sağlanmasını hedefler.

C. Mikrofinans (*Microfinance*)

Mikrofinansın temellerini ortaya koyan düşünce, düşük gelirli kişilerin yoksullukla mücadele edebilmesi için bazı finansal araçların oluşturulmasına dayanır²⁷. Mikrofinans, gelişmekte olan ülkelerde düşük gelirli insanların özellikle kredi yoluyla sermayeye ulaşmasını ve sermayeye ulaşan kişilerin iktisadi açıdan planlarını gerçekleştirerek ekonominin büyümesine katkı sağlamasını hedefler²⁸. Burada kaynak elde eden kişiler, küçük miktarda fona sahip olarak projelerine gerçekleştirir. Kitle fonlaması modellerinde de her bir fon sağlayandan küçük miktarlar elde edilir. Mikrofinansta nakde ulaşımı geleneksel finansman araçları da sağlayabilir. Ancak kitle fonlaması modellerinde aracılık faaliyetini çevrimiçi web portalları gerçekleştirmektedir. Bu bağlamda mikrofinans, aynen kitle kaynağında olduğu gibi kitle fonlamasının bir öncülü ve örneğidir. Kaynak arayan kişiler kitle fonlamasından farklı bir mikrofinans yöntemi benimseyebilir (Örn. Kredi verilmesi). Modern anlamda mikrofinans, Bangladeş'te düşük gelirli insanlara geleneksel bankacılık hizmeti vermek amacıyla ilk olarak Prof. Dr. Mohammad Yunus tarafından gerçekleştirilmiştir. Prof. Yunus, Grameen Bankasını kurarak 42 köylüye banka

²⁷ Barr, S. M.: *Microfinance And Financial Development*, Mich. J. Int. Law 2004, V.26, N.1, s.278.

²⁸ Cao, L: *Rethinking Microfinance*, Un. Of Penn. J. Int. Law 2012, V.33, N.4, s.972.

kredisi verilmesine vasıta olmuştur ve yoksulların küçük miktarlarda teminatsız kredi almasını sağlamıştır. Ancak burada çevrimiçi web platformlar veya internet aracı olarak kullanılmamıştır.

Kitle fonlaması açısından mikrofinans, kaynak aktaran kişinin projeye aktardığı düşük miktardaki fondur. Kaynak arayan kişi kampanyanın sonucunda yüksek miktarda gelirler elde edebilir ancak her bir fon sağlayıcı düşük miktarda kaynak aktarabilir. Kitle fonlaması platformları vasıtasıyla elde edilen tutar, az sayıda nitelikli yatırımcıdan değil çok sayıda kişinin (kitle kaynaklı katkı) her birinden az miktarda (mikrofinans) kaynak sağlanması yoluyla elde edilir. Çevrimiçi platformlar çok sayıda yatırımcıya ulaşarak geniş kitlelerden kaynak sağlanmasına neden olurlar²⁹. Sonuç olarak kitle fonlaması mikro finans, kitle kaynaklı katkı ve teknoloji unsurlarının hepsinin bir araya gelmesiyle ortaya çıkmıştır.

IV. TÜRLERİ

A. Genel Olarak

Kitle fonlamasında dört farklı yöntem benimsenebilir. Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü (IOSCO), kitle fonlamasına ilişkin ayırımı fon sağlayıcının vermiş olduğu paranın karşılığında bir finansal getiri bekleyip beklememesine göre yapmıştır³⁰. Hukuki açıdan bakıldığında ise finansal getiri sağlayan kitle fonlaması projeleri bazı riskler doğurmaktadır³¹. Projelerin hayata

²⁹ Küçükgüngör, A.: Sermaye Piyasası Hukukunda Erken Aşama Girişimlerin Paya Dayalı Kitle Fonlaması Yoluyla Finansmanı, Ankara 2020, s.26.

³⁰ IOSCO: *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*, 2014.

³¹ Estevan De Quesada C.: *Crowdfunding In Europe European Contract Law in the Digital Age*, Intersentia2018,s.117.;www.fca.org.uk/consumers/crowdfunding; www.iosco.org/research/pdf/20140410-Risks-and-Benefits-of-Crowdfunding.pdf; ec.europa.eu/growth/Access-finance-smes/guide-

geçirilebilmesi için sermaye piyasası araçlarına ihtiyaç duyulmuştur. Buna göre karşılığında finansal getiri beklenen fonlamalar kitlesel yatırım (*crowdinvesting*), beklenmeyenler ise kitlesel sponsorluk (*crowdsponsorship*) olarak addedilmiştir. Bu sınıflandırmanın yapılmasının pratik sonucu kitle fonlaması platformları faaliyetlerinin regülasyonlara tâbi olup olmayacağını belirlemektir. Doktrinde genel olarak kabul edilen görüşe göre kitle fonlaması modelleri dört gruba ayrılmaktadır ve bunlar; bağışa dayalı model, ödüle ve önceden alıma dayalı model, borçlanmaya dayalı model ve paya dayalı modeldir³². Diğer taraftan, belirtmek gerekir ki bu modeller karma bir şekilde de ortaya çıkabilir.

B. Bağışa Dayalı Model

Bağış modeli kitle fonlaması modelinde fon sağlayıcılarının platform üzerinden aktardığı nakdin karşılığında bir finansal beklentisi bulunmaz. Zira amaç parasal destekte bulunmaktır³³. Kaynak sağlayanlar karşılığında bir finansal getiri beklemezler. Bağış temelli kitle fonlaması projelerinin konusuna ilişkin bir sınırlama bulunmamaktadır. Ancak projenin doğasına göre katılanların vergi indirimden

crowdfunding/what-crowdfunding/what-are-risks_en. Kitle fonlaması finansman yöntemi riskten arı değildir. Kitle fonlaması platformu aracılığıyla fon aktaran yatırımcılar, yatırımcı tazmini hükümlerinden faydalanamaz. Yapılan yatırım kısa süre içerisinde ikincil piyasa işlemlerine konu olamayacağı için, nakde çevrilme gücü zayıftır. Yatırımdan kısa sürede çıkılamaz. Diğer taraftan, yapılan yatırımın tamamen kaybedilme riski söz konusudur. Yatırımcılar dolandırılabilirler. Dolayısıyla bekledikleri temettü ya da faiz getirilerine elde edemeyebilirler. Girişimcilerin projelerinin büyük bir kısmı başarısız olur. Başarılı olan projelerde dahi gelir elde etmek zaman alır.

³² Küçükgüngör, s.30; De Buysere, K./ Gajda, O./ Kleverlaan, R./ Marom, D.: *A Framework For European Crowdfunding*, 2012 (www.crowdfundingframework.eu) (Son Erişim Tarihi: 02.03.2021).; Manavgat (Kitle Fonlaması) s.771., Wroldsen, s.588; Vural, D./Doğan D. U.: *Girişimcilik Finansmanında Yeni Bir Model: Kitle Fonlaması*, İşletme Araştırmaları Dergisi 2019, C.11, S.1, s.95. Ancak finansal analiz yapan bazı yayımlarda kitle fonlaması türü sayısı daha fazladır. Detaylı bilgi için bkz: Zengin, S./Yüksel, S./Kartal, T.: *Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye'ye Faydaları*, BSPAD 2017, C.1, S.4, s.26-27.

³³ Manavgat (Kitle Fonlaması), 772., Steinhoff, s.669.

yararlanma fırsatı bulunmaktadır³⁴. Ayrıca, bağışa dayalı kitle fonlama projeleri ile kendisine nakit sağlayan taraf, bu nakit ile kâr elde edecek projeler üretebileceği gibi saf hayır amacı da güdebilir. Burada bağışı yapan fonlayandır ve bu fonlama türünün bağış olmasının sebebi bağış yapanın iradesinden gelmektedir. Ancak fonlanan kişinin de amacı kâr elde etmek değilse burada saf bağış kampanyaları söz konusudur³⁵. Bağışa dayalı model kitle fonlamasında, borçlanma ve paya dayalı model fikrinin oluşmasına hizmet etmiştir³⁶.

C. Ödül ve Önceden Alıma Dayalı Model

Ödül ve önceden alıma dayalı modellerinin beraber anılmalarının nedenleri birbirleriyle olan benzerlikleri ve genellikle platformların bu iki modeli beraber benimsemesidir³⁷. Ödül modelinde yatırımcı, aktardığı fonlar için bir karşılık bekler. Ancak bu karşılık faiz ya da işletmenin kârına katılmak değildir (örn. Anahtarlık verilmesi, telefon konuşması vb.). Önceden alıma dayalı modelde ise kaynak sağlayan karşılık olarak girişimcinin ürettiği mala ilişkin öncelikli alım hakkı elde eder³⁸. En

³⁴ Gabison, G. A.: *Equity Crowdfunding: All Regulated But Not Equal*, DePaul Bus. Com. L. J. 2015, V.13, I.3, s.369.

³⁵ Saf bağışa dayalı kitle fonlamaları arasında adından en çok söz ettireni *GlobalGiving*'dir. Bu platform 2002 yılından beri 1 milyon 247 bin kişiden yaklaşık 29 bin proje vasıtasıyla 552 milyon USD'lik bir kaynak elde etmiştir ve 170 ülkede faaliyet göstermektedir. www.globalgiving.org/aboutus (Son Erişim Tarihi:04.03.2021).

³⁶ Schwartz, A. A. : *Inclusive Crowdfunding*, Utah L. Rev. 2016, N.4 (*Inclusive*), s. 663.

³⁷ "Bu yöntem bir takım olumlu ve olumsuz hususları beraberinde getirmektedir. Proje sahipleri, yatırımcılara finansal getiri vaadi yerine bir takım ödüller vererek; 1) Yeni ortaklar edinmekten kaçınabilmektedir. 2) Büyük tutarlarda üretim kararları almadan önce ürün veya hizmetlere olan talebi test edebilme olanağı bulabilmektedir. Bununla birlikte bu kitle fonlaması yönteminin olumsuz özellikleri de söz de söz konusudur: 1) Ödül fon sağlayıcıya teslim edilmediğinde, sorumlunun kim olacağının belirsizliği ortaya çıkar.2) Projenin, proje sahiplerinin önceden açıkladığı şekilde yürütülmemesi durumunda kimin sorumlu olacağının belirsizliği söz konusudur. 3) Toplanan fonların geri ödenmesi gerektiğinde, işlemlerin nasıl yürütüleceğinin açık değildir. 4) Geniş bir kitleye hitap eden bir proje ya da ürün olmadıkça gerekli nakde ulaşılması güçtür." (Akbulak, s.58)

³⁸ Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.16.

çok karşılaşılan modeldir³⁹. Ödüle dayalı modelde “ödül”, aktarılan nakit karşılığında elde edilen maldır ve daha ziyade manevi tatmin olarak değerlendirilir. Önceden alıma dayalı modelde ise manevi tatminin yanında aktarılan fon karşılığında elde edilen mal ya da hizmetin niteliği de önemlidir.

Ödül ve önceden alıma dayalı modele ilişkin toplanan kaynaklar açısından bakıldığında, bu modellerin benimsendiği *Indiegogo*⁴⁰ ve *Kickstarter* platformları önde gelmektedir. Bu iki platform arasında önemli bir fark bulunmaktadır. Kickstarter “ya hepsi ya da hiç”⁴¹ (*all or nothing*) anlayışını benimsemiştir. *Indiegogo*’da ise hedeflenen fon tutarına ulaşılmaya dahi elde edilen kaynak girişimciye aktarılır⁴². Fonlayanın ve fonlananın arasındaki hukuki ilişkiyi tespit ederken ödüle ve ön alıma dayalı kitle fonlaması modellerinin birbirinden farklı hukuki niteliği haiz olduğu dikkate alınmalıdır⁴³. Ödüle dayalı kitle fonlamasında yatırımcı ve girişimci arasındaki hukuki ilişkinin niteliği bağış sözleşmesidir. Bunun nedeni tarafların edimleri arasındaki farkın orantısız olmasıdır ve önceden alıma dayalı modelde ise satım ilişkisi söz konusudur⁴⁴.

D. Borçlanmaya Dayalı Model

Borçlanmaya dayalı modelde yatırımcı, proje sahibi girişimciye küçük miktardaki parasal değeri ödünç vermektedir. Borçlanmaya dayalı modelde eşler arası

³⁹ Çonkar, M. K./Canbaz, M. F.: *Kitle Fonlaması Finansman Yöntemi: Türkiye’de Sistemin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, Optim. Ekon. Yön. Bil. Der. 2018, C.5, S.2, s.123.

⁴⁰ Indiegogo 2008’den bu yana 800 bin fikrin fonlanmasını sağlamıştır ve her ay ortalama 19 bin projeyi meydana çıkarır. www.indiegogo.com/about/ourstory (Son Erişim Tarihi: 04.03.2021).

⁴¹ Bu yönetime göre kampanyadaki hedeflenen miktar elde edilemezse kampanya tamamen geçersiz sayılmaktadır. www.help.kickstarter.com/whyisfundingallornothing (Son Erişim Tarihi: 04.03.2021).

⁴² www.indiegogo.com/faq (Son Erişim Tarihi:04.03.2021).

⁴³ Estevan De Quesada, s.114.

⁴⁴ Estevan De Quesada, s.114.

borçlanma söz konusudur ("*peer to peer lending*", "*P2P*")⁴⁵. Zira yatırımcı bir kişiye ya da girişim şirketine finansal beklenti karşılığında borç vermektedir⁴⁶. Yatırımcı bu ödünün karşılığında faiz elde eder; ancak faiz karşılığı olmaksızın sadece anapara ödemesini öngören kampanyaları yürüten borçlanmaya dayalı kitle fonlaması platformları da bulunmaktadır.

Kiva, borçlanmaya dayalı modeli benimsemiş bir kitle fonlaması platformudur ve girişimci *Kiva* vasıtasıyla elde ettiği kaynağın faizini ödemez. *Prosper* ve *Lending Club* ise yatırımcılara faiz getirisi sağlayan platformlardır. Bu platformların işleyiş biçimi zamanla değişmiştir. Buna göre önceden, borç veren (yatırımcı) doğrudan borç alan (girişimcinin) lehine bir borçlanma senedi düzenlemekteydi. Bir süre sonra sürecin hızlandırılması adına borçlanma senedi, girişimci tarafından platform lehine düzenlenmeye başlanmıştır. Yeni sisteme göre düzenlenen senet kapsamında platform girişimci lehine kredi çekmektedir. Anapara ve faizi yatırımcıya, girişim sermayesine ya da melek yatırımcıya ödettirmektedir⁴⁷. Burada platformla bankalar arasında bir iş birliği söz konusudur. Bu iş birliği sadece kitle fonlamasında değil ödeme sistemlerinde de mevcuttur ve tedarikçi finansmanı bunun tipik bir örneğidir⁴⁸.

Verilen örnekler incelendiğinde ilk durumda platform, yatırımcı ve girişimci arasındaki bir aracı konumundayken sonradan süreçte daha aktif bir rol almaya

⁴⁵ Mamonov, S./Malaga, R.: *Success Factors in Title III Equity Crowdfunding in the United States*, An International Journal of Entrepreneurial Finance 2019, V. 21, s.236.

⁴⁶ Ridley, D: *Will New Regulation on Crowdfunding in the United Kingdom and United States Have a Positive Impact and Lead to Crowdfunding Becoming an Established Financing Technique*, Oxford Statue L. Rev. 2016, V. 37, N. 1, s. 59.

⁴⁷ Bradford (*CrowdfundingRegulation*), s.31.

⁴⁸ Tedarikçi finansmanı, banka ile tedarikçinin alacaklı olduğu fatura borçlusu arasında imzalanan sözleşme kapsamında bankanın fon sağlayarak vadesinden önce ödeme bulunması karşılığında tedarikçinin fatura borçlusundan olan alacaklarını platform üzerinden bankaya temlik etmesi ve bu kapsamda alıcının tedarikçi yerine bankaya ödeme yapması olarak tanımlanabilir. Tedarikçi finansmanına ilişkin örnekler için bkz. www.figopara.com/kolay-finansman/; www.faturalab.com (Son Erişim Tarihi: 09.02.2022).

başlamıştır. Bu yapı esasen fintekler tarafından başvurulmuş bir yöntemdir. Girişimcinin ikinci yöntemle fonlanması, ilişkinin tüm tarafları için avantajlıdır. Her bir tarafın menfaatleri göz önüne alındığında girişimci, geleneksel bankacılık hizmetleri ile nakde ulaşamayacağından ya da çok yüksek bir faiz ile kredi çekeceğinden daha avantajlı hale gelecektir. Banka ise bu yöntem vasıtasıyla daha risksiz bir şekilde kredi verebilecek ve verilen kredi hacmini genişletecektir. Melek yatırımcı (*Angel Investor*) ya da girişim sermayesi (*Venture Capital*) ise yüksek getiri sağladığı düşünülen girişime yatırım yapabilecektir. Ancak belirtmek gerekir ki finteklerin, melek yatırımcıların ya da girişim sermayesi şirketlerinin yaptığı işlemler sistemik riski⁴⁹ artırmakla beraber piyasa dengesini bozar⁵⁰.

E. Paya Dayalı Model

Yatırımcının girişimciye çevrimiçi platformlar vasıtasıyla ödediği nakde karşılık girişim şirketinden pay edindiği modeldir⁵¹. Yatırımcı aktardığı fon karşılığında paya bağlanan hakları kullanır, temettü alır ve yatırımın risklerini üstlenir⁵².

⁴⁹ *Financial Stability Board (FSB), International Monetary Fund (IMF) ve Bank for International Settlements (BIS)* tarafından hazırlanan 2009 tarihli raporda sistemik risk (BIS-IMF-FSB, 2009, 2-13): “(i) finansal sistemin tamamında ya da bir kısmında bozulmalardan kaynaklanan ve (ii) reel ekonomi için ciddi negatif sonuç potansiyeline sahip olan finansal hizmetlerde bozulma riski” olarak tanımlanmaktadır ve her tür finansal aracı, piyasa ve altyapının potansiyel olarak belirli bir dereceye kadar sistemik açıdan önemli olabileceği ifade edilmektedir. Karadağ, M. M.: *Sistemik Risk, Sistemik Açidan Önemli Finansal Kuruluşlar ve Küresel Finansal Kriz*, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi 2015, C.7, S.13, s.295.

⁵⁰ Enriques, L./ Ringe W. G.: *Bank-Fintech Partnerships, Outsourcing Arrangements and the Case for a Mentorship Regime*, ECGI Working Series in Law 2020, s.10.

⁵¹ Heminway, J.M.: *Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier*, Oklahoma Law Review 2017, Vol.70 (*Selling Crowdfunding Equity*), s.192.

⁵² Yanlı V.: *Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi*, BATİDER 2020, C.16, S.1 (Kitle Fonlaması) s. 31.; Manavgat (Kitle Fonlaması), s.772.

SPKn'e göre nakit karşılığında pay edindirme programı halka arz kapsamına girmektedir. Halka arz, SPKn m. 3/f 'de düzenlenmiştir. Mezkûr hükme göre halka arz *“Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış”* şeklinde tanımlanmıştır. Paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında da yatırımcılara yani geniş bir kitleye çağrı yapılmaktadır ve bir sermaye piyasası aracı niteliği haiz olabilecek pay ya da borçlanma aracının satışı söz konusudur. Diğer taraftan SPKn m. 3(e) hükmü, kitle fonlaması aracılığıyla fon toplayan girişim şirketlerinin halka açık şirket olmasını engellemiştir. Dolayısıyla SPKn m. 3(e) hükmü, kitle fonlaması platformları vasıtasıyla “para toplama” eylemini halka arz kapsamından çıkarmıştır.

ABD ve AB'de ise kitle fonlamasına ilişkin kurallar farklı şekilde düzenlenmiştir⁵³. Ancak hemen hemen bütün hukuk sistemleri kitle fonlamasının teşviki amacıyla girişimcilere, halka arzdaki bazı yükümlülüklerden muafiyet tanımıştır ya da SPKn'de olduğu gibi kitle fonlaması faaliyetini halka arzın kapsamı dışına çıkarmıştır. Burada yatırımcının şirket ve kampanyalar hakkında tam ve doğru bilgi edinmesi için bir düzenleme yapılması gerekmiştir ve SPKr 2019'da Mülga Tebliği çıkarmıştır. 2021 yılında ise pay ve borçlanma modelinin benimsendiği bir tebliğ düzenlenmiştir.

⁵³ ABD ve AB hukukunda kitle fonlaması düzenlemelerinin ne şekilde yapıldığına dair bkz. Kitle Fonlamasına İlişkin SPKn Hükümlerinin Değerlendirilmesi, s.93

F. Kitle Fonlaması Türlerinde Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçlarının tanımları ve türleri ülkelerin sermaye piyasaları düzenlemelerinde açıkça ortaya konulmuştur. Bu araçları⁵⁴, genel itibariyle menkul kıymetler, türev araçlar, yatırım sözleşmeleri ve diğer sermaye piyasası araçları olarak değerlendirmek gerekir. Bu hususta paya dayalı kitle fonlaması modeli haricinde ortada bir yatırım sözleşmesinin var olup olmadığı incelenmelidir. Zira eğer bir işlem yatırım sözleşmesi olarak nitelendirilirse, aynı zamanda bir sermaye piyasası aracı olacak⁵⁵ ve girişim şirketi bazı yükümlülüklerle katlanmak zorunda kalacaktır⁵⁶. Paya dayalı kitle fonlamasının amacı girişimciye nakit sağlanması karşılığında yatırımcıya pay ihdas etmesidir. Dolayısıyla paya dayalı kitle fonlamasında bir menkul kıymet olarak değerlendirilebilen pay söz konusudur.

Borçlanmaya dayalı modelde ya da farklı yatırım modellerinin söz konusu olduğu bir yatırımda sermaye piyasası aracının varlığını belirlemek paya dayalı kitle fonlamasındaki kadar kesin sınırlarla belirlenmemiştir. Zira Türk hukukunda yatırım sözleşmesi fiilen sermaye piyasası aracı olarak kullanılmadığı için bu belirleme esasen Türk hukuku açısından önemini yitirmiştir. Ancak yatırımın yatırım sözleşmesi olarak nitelendirilmesi bilhassa ABD hukukunda şirketlerin kayıt ve raporlama

⁵⁴ Sermaye piyasası araçları, SPKn m. 3(1)(ş)'de "Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere SPK tarafından bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları" olarak tanımlanmıştır. Bu tanımlamaya göre kurulun yeni sermaye piyasası araçları düzenleyebileceği sonucuna varılır.

⁵⁵ Yanlı, V.: *Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları*, BATİDER 2016, C.20, S.3 (Yatırım Sözleşmesi), s.6.

⁵⁶ İşlemin yatırım sözleşmesi kapsamına girip girmemesi ABD ve AB hukukunda önem arz etmektedir. Tesis edilen işlem şayet yatırım sözleşmesi ise sermaye piyasası aracı olduğundan ötürü girişimci nezdinde bazı yükümlülükler söz konusu olacaktır ya da girişimcinin bazı muafiyetlerden yararlanması gündeme gelecektir. Bu durum Türk hukukunda, kitle fonlaması yoluyla para toplama eyleminin halka arz kapsamından çıkarıldığı için önemini kaybetmiştir.

yükümlülüklerine katlanmasına neden olabileceğinden önem arz etmektedir⁵⁷. ABD hukukunda yatırım sözleşmesine ilişkin en önemli karar *Sec vs. Howey* olmuştur⁵⁸.

Howey kararı/testine göre, SA anlamında "yatırım sözleşmesi" herhangi bir sözleşme, işlem ya da plandır ki (proje, program), bununla bir kişi, (1) parasını ya da herhangi başka bir parasal değeri (2) müşterek bir işletmede yatırıma yöneltmekte ve (3) sadece üçüncü bir kişi ya da bu işletmeyi kuranların faaliyetlerinden kaynaklanan (4) bir kazanç beklentisi içine girmektedir⁵⁹.

Howey testi kapsamında, başışa dayalı kitle fonlaması işlemlerinde finansal bir kazanç beklentisi yoktur ve yatırım sözleşmesi söz konusu değildir. Ödül ve önceden alıma dayalı kitle fonlaması modeli ise yatırımdan çok tüketim kapsamına girmektedir⁶⁰. Borca dayalı kitle fonlaması kampanyaları faiz öngörüyorsa bir finansal getiri söz konusu olacağı için *Howey* testine göre yatırım sözleşmesidir yani ilgili yatırım bir sermaye piyasası aracına bağlanmıştır. Borçlanmaya dayalı modelde bir senet de düzenlenebilir. Bu durumda yatırımın yatırım sözleşmesi niteliğini haiz olup olmadığını değerlendirmek için *Howey* testi yerine ABD Yüksek Mahkemesinin *Reves v. Ernst&Young* kararına bakmak gerekmektedir⁶¹. Bu kararı kitle fonlamasına uygun olarak yorumlamak gerekirse, platformlarının faiz içerip ihraç ettiği borçlanma

⁵⁷ SA'da yükümlü şirketlerin kamuyu aydınlatma zorunlulukları, SEA'da ise raporlama zorunlulukları düzenlenmiştir.

⁵⁸ *Sec v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293,298-99(1946).

⁵⁹ Yanlı (Yatırım Sözleşmesi), s.14.

⁶⁰ Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.32.

⁶¹ Detaylı bilgi için bkz. *Reves v. Ersnt&Young*, 494 U.S. 56, 63-68 (1990). Bu kararda ihraç edilen borçlanma senedinin sermaye piyasası aracı özelliğini taşımasına ilişkin bir değerlendirme yapılmaktadır. SA'ya göre borçlanma senedi bir sermaye piyasası aracıdır ancak bu niteleme bütün borçlanma senetleri için geçerli değildir. Burada her borçlanma senetinin bir sermaye piyasası aracı olduğuna dair bir karine mevcuttur ancak bunun aksi ispat edilebilir. Öte yandan, borçlanma araçlarına ilişkin bir başka sorun ise kitle fonlaması platformlarının ihraç ettiği senetlerin SA'da özel olarak sayılmamasıdır. Dolayısıyla *Reves* kararında olduğu gibi senedin menkul kıymet kapsamında olup olmadığı tespit edilmelidir. Zira her borçlanma senedi bir menkul kıymet değildir.

senetleri menkul kıymet niteliğine sahip olacaktır⁶². Diğer taraftan borçlanma senedi ihraç edilmesi zorunlu değildir. Borçlanma senedi ihraç edilmezse yine *Howey* testi kıstas alınarak değerlendirme yapılır.

Faiz öngörmeyen borca dayalı kitle fonlaması işlemlerinde bir getiri yoktur, girişimciye aktarılan para geri alınır. Burada kaynak aktarının faiz beklentisi olmadığı için ilgili yatırım *Howey* testine göre yatırım sözleşmesi değildir. Bu durumda ABD hukukunda bir işlemin sermaye piyasası işlemi olarak değerlendirilmesinde pek çok kıstas bulunmaktadır. Zira ihraççılar ticari amaçlarını gerçekleştirmek için menkul kıymetlerin dışındaki yatırım sözleşmelerine de başvurabilirler. Dolayısıyla SA'da belirtilen menkul kıymetler dışında ilgili işlemin yatırım sözleşmesi niteliğine sahip olup olmadığına da bakılmalıdır. Bu durum ihraççıların yaratıcılıklarını kullanarak farklı iş modellerini benimsemelerine imkân tanırken yatırımcı açısından sermaye piyasası hukuku korumasından yararlanmasına olanak sağlamaktadır.

Dünyada borçlanma modelini benimseyen çevrimiçi kitle fonlaması platformlarının sayısı giderek artmaktayken⁶³ Türkiye'de borçlanma ve paya dayalı modeli kapsayan bir ikincil düzenleme bulunmaktadır. Türkiye'de kitle fonlamasına ilişkin ilk yasal düzenleme SPKn 35/A'dır ve bu düzenleme kurula paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması tebliği çıkarma yetkisi vermiştir. Kurul Kanundan almış olduğu yetkiye dayanarak Tebliği çıkarmıştır. Bu tebliğe göre girişimciler, pay ve borçlanma araçları vasıtasıyla kaynak arayabilmektedir. Diğer taraftan, ABD hukukunda olduğu gibi Türk hukukunda da yatırım sözleşmesi düzenlenmelidir. Böylece girişimci yenilikçi iş modellerini benimseyerek daha fazla fon toplayabilecek

⁶² *Reves v. Ersnt&Young* kararına ilişkin detaylı bilgi için bkz. Caselaw.findlaw.com/us-supreme-court/494/56.html; supreme.justia.com/cases/federal/us/494/56/.

⁶³ Belleflamme, P./Omrani, N./Peitz, M.: *The Economics of Crowdfunding Platforms*, Center for Operations Research and Econometrics 2015, V.15, s. 13.

ve yatırımcı da sermaye piyasası hukuku şemsiyesi altında korunabilecektir. Yatırım sözleşmesinin düzenlenmesi sermaye piyasası hukukunun temel amacı olan mülkiyetin tabana yayılması ve yatırımcının korunması ilkelerine de uygundur.

V. GİRİŞİMCİLERİN FİNANSMANINA İLİŞKİN DİĞER YÖNTEMLERDEN FARKI

A. Girişim Sermayesi (*Venture Capital*)

Girişim sermayesi uygulamaları 1946 yılında ABD’de başlamakla beraber sonrasında Avrupa ve Japonya’da yaygınlaşmıştır⁶⁴. Teknoloji ağırlıklı sanayileşme stratejisinin benimsendiği başta ABD, İngiltere, Fransa, Japonya, Hollanda ve Almanya gibi ülkelerde özellikle II. Dünya Savaşı’nda yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimi olarak geliştirilmiştir⁶⁵.

Girişim sermayesi yenilikçi fikri olan girişimci için çok önemli bir nakit bulma aracıdır. Zira girişim sermayesi yatırım ortaklığı dinamik, girişimci, risk üstlenebilen niteliğe sahiptir ve finansal kaynakları yeterli olmayan girişimcilerin, yenilikçi iş fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak tanıyan bir yatırım finansmanı aracıdır⁶⁶. Risk sermayesi ya da girişim sermayesi, isminin de çağrıştırdığı gibi genellikle riskli yatırımları içeren bir yöntem olarak bilinmektedir. Girişim sermayesi henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlerin yanı sıra, şirket satın almaları, büyüme hedefi olan üç ile on yıllık geçmişe sahip şirketlere yapılan büyüme ve genişleme

⁶⁴ Conkar, K.: Risk Sermayesi Finansman Yöntemi, İstanbul 2007, s5.

⁶⁵ www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206 (Son Erişim Tarihi:11.03.2021).

⁶⁶ İpekten, O. B.: *Risk Sermayesi Finansman Modeli*, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2006, C.7, S.1, s.386.

yatırımlarını da kapsayacak şekilde kullanılan bir kavramdır⁶⁷. Ancak, girişim sermayesi yatırımlarında temel ölçü üretilecek mal ya da hizmette teknolojik yeniliktir⁶⁸. Kitle fonlamasında da girişimciden beklenen teknolojik ya da üretime ilişkin katma değer yaratan projeler oluşturmaktır. Girişim sermayesinde olduğu gibi kitle fonlamasında da risk hayli yüksektir; zira girişimcilerin genellikle finansal tarihçesi bulunmamaktadır⁶⁹.

Girişim sermayesi yatırımlarında belirli aşamalar bulunmaktadır. Bu aşamalar; çekirdek finansmanı (*seed investment*), başlangıç finansmanı (*start-up investment*), büyüme/genişleme finansmanı (*growth finance*), köprü/destek finansmanı (*bridge finance*) ve yatırımdan çıkış (*exit*) olarak beşe ayrılabilir⁷⁰. Girişim sermayesi fonlama tipinin temel özelliği nakit sahibinin girişimciye pay karşılığında yatırım yapmasıdır. Ancak yatırımcının tek davranışı fon aktarımı değildir. Zira girişim sermayesi yatırım ortaklığı girişim şirketinin yönetiminde aktif bir rol alır. Kitle fonlamasında ise yatırımcılar, kitle fonlaması platformlarında yayımlanan kampanya sayfasındaki bilgilere dayanarak yatırım kararı alırlar. Kitle fonlamasında yatırımcılar üretilecek mal veya hizmete, şirket yönetimine dair yeterli bilgi ve deneyime sahip olmadıkları için girişimcilere şirketin yönetimi anlamında yardımcı olamazlar.

⁶⁷ Yılmaz, G. : Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı, İstanbul 2018, s.46.

⁶⁸ İpekten, s.386.

⁶⁹ Ridley, s.60.

⁷⁰ İnce S. T. : Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Pay Sahipleri Sözleşmesi: İstanbul 2019, s.13-19. Çekirdek finansmanında henüz bir girişim şirketi bulunmamaktadır. Dolayısıyla pazar araştırması yapılmalıdır. Bir sonraki aşama ise başlangıç finansmanıdır. Bu aşamayı çekirdek finansmanından ayıran en önemli özellik girişim şirketinin kurulma aşamasında ya da henüz kurulmuş olmasıdır ancak burada da ticari başarı söz konusu değildir. Geliştirilen ürünü pazarlayan girişim şirketinin ürünü değişik açılardan iyileştirebilmesi, piyasadaki rekabet gücünü artırabilmesi ve etkin bir dağıtım kanalının kavuşabilmesi için gerekli ilave sermayenin ve yönetim desteğinin sağlanmasıdır. Köprü/destek finansmanında ise girişimin sunduğu ürün ya da hizmet açısından üretim ve pazarlamada belirli bir olgunluğa ulaştığı evredir. Yatırımdan çıkışta ise yatırım beklenen değere ulaşır ve girişim şirketinin payları elden çıkarılır.

Girişim sermayesi burada önemli bir riske sahip olduğu için kendilerini bazı şekillerde garanti altına almak isterler. Girişim sermayesi yatırım koşullarını kabul ettirmek için bazı yatırımcı sözleşmeleri düzenler. Bu sözleşmelerde girişim sermayesi ortaklığına belirli imtiyazlar bahşedilir ve fonlama programı belirlenir. İlk olarak, kendi lehine oy sözleşmesi düzenleyerek şirketin karar organlarında oy hakkının belirli bir şekilde kullanılmasını, kullanılmamasını ya da kullanımında çekimser kalınmasını içeren hükümler koyabilir⁷¹. Buna ek olarak pay satışları için kendilerine öncelik hakkı (*Right of First Refusal*), katılım ve katma hakkı (*Tag Along and Drag Along*), F kurucu yenilik doğuran haklar olan ön alım hakkı (*Pre-emption Right*), alım ve satım hakları (*Call Option and Put Option*) tesis edebilir ve pay devirlerini kısıtlayarak girişim şirketindeki kontrol değişikliğini önleyebilirler⁷². Bunlar temel korunma yöntemleri olmakla beraber yönetime doğrudan ya da dolaylı olarak katılmaları da bir diğer kendilerini koruma yöntemini oluşturmaktadır. Kitle fonlamasında yatırımcılar girişimcinin hangi aşamada olduğuna önem vermezler ve riski yönetmek adına kendilerine bazı yetkilerin bahşedilmesini talep etmezler.

Girişim sermayesinin temelinde, kurumsal yatırımcılardan toplanan fonların yeni, yaratıcı, hızlı gelişen başlangıç aşamasındaki şirketlere aktarılmasını içeren bir sermaye yatırımı vardır⁷³. Ancak, girişim sermayesi yapılan yatırımın getirisinin fazla olması için de girişim şirketinin yönetiminde aktif rol alırlar ve birikimi olduğu alanlarda bir katma değer yaratırlar. Dolayısıyla, girişim sermayesinin girişim

⁷¹ Moroğlu, E...: Oy Sözleşmeleri, 5. Baskı, İstanbul 2015 (Oy Sözleşmeleri), s.3.

⁷² İnce, S. T.: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Pay Sahipleri Sözleşmesi, İstanbul 2019, s.109-118.

⁷³ Küçükgüngör, s.57.

şirketlerinin başarıya ulaşma şansını artırdığı gözlemlenebilen güçlü bir varsayımdır⁷⁴. Türkiye’de girişim sermayesine ilişkin ilk düzenleme 2499 sayılı mülga SPKn’ye dayalı olarak çıkarılan Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’dir⁷⁵. Ancak günümüzde 6362 sayılı SPKn’na dayalı olarak çıkarılan III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği uygulanmaktadır⁷⁶.

Girişim sermayesinde yatırım bedeli çok yüksek miktarda olmakla beraber kitle fonlamasının amacı çok sayıda yatırımcıdan küçük miktarlar elde etmektir. Diğer taraftan girişim sermayesi yatırımları profesyonel bakış açısıyla gerçekleştirilir; ancak kitle fonlamasında yatırımcıların büyük bir çoğunluğu yeterli bilgi ve deneyime sahip değildir. Son olarak, girişim sermayesi yatırım şirketleri belirli bir noktaya gelen projeleri kendilerini garanti altına alarak desteklemektedir; ancak kitle fonlamasında yatırımcıların yönetimde olması düşük bir ihtimaldir ve başlangıç seviyesindeki projelere de yatırım yapılmaktadır.

Girişimci, girişim sermaye yatırım şirketleri dışında girişim sermayesi yatırım fonları vasıtasıyla da nakde ulaşabilir. Bahsi geçen fonlara dair hususlar, Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde (III-52.4) ⁷⁷ düzenlenmiştir. Girişim sermayesi yatırım fonu, nitelikli yatırımcıya verilecek katılma payları karşılığında girişim şirketlerine kaynak sağlanması amacıyla toplanır. Dolayısıyla

⁷⁴ İbrahim, D: *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors*, Vanderbilt Law Review 2008, V. 61, (Angel Investors), s.1411.

⁷⁵ RG. 06.07.1993, S. 21169.

⁷⁶ RG. 09.10.2013, S. 28790. Türkiye’deki bazı girişim sermayesi şirketleri şunlardır: Letven, Revo Capital, iLab Ventures, 212 Venture Capital, Aslanoba Capital, F+ Ventures <https://www.workif.com/en/blog/2020/01/07/turkiyedeki-yatirimci-sirketler-ve-yatirimci-aglari/> (Son Erişim Tarihi: 11.03.2021).

⁷⁷ RG. 02.01.2014, S. 28870.

anılan tebliğ, girişim sermayesi nakde ulaşma yönetiminin amacına uygun şekilde girişim şirketlerinin fonlanması için düzenlenmiştir. Tebliğe göre girişim şirketinin büyüme, katma değer üretme potansiyeline sahip olması ve yüksek getiri beklentisi sunması gerekmektedir.

Girişim sermayesi yatırım fonları kapsamında toplanan fon, portföy yönetim şirketleri tarafından inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetilir⁷⁸. Portföy yönetim şirketleri tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı topluluğudur⁷⁹. Fonun temsilinden, yönetiminden kurucusu sorumludur. Ancak fonun temsili, yönetim kurulu kararı ile yatırım komitesine bırakılabilir. Diğer taraftan fonun kurucusu, girişim sermayesi portföy yönetim şirkettir. Portföyün yönetimi, girişim şirketine yatırımın yapılmasının dışında insan kaynakları ile finansal konularda danışmanlık verilmesini, geleceğe dair strateji oluşturulmasını da kapsar⁸⁰. Kitle fonlamasında yatırımcıların ve platformun böyle bir rolü bulunmamaktadır.

Girişim sermayesi yatırım fonları her ne kadar girişimlerin desteklenmesi amacını taşısa da bu fonları temsil eden katılma paylarına sadece nitelikli yatırımcılar sahip olabilecektir. Dolayısıyla girişim sermayesi yatırım fonları, kitle fonlamasının amacını ortaya koyan unsurları olan kitle kaynaklı katkı ve mikrofinansa tamamen zıt bir modeli benimsemiştir.

⁷⁸ Yıldırım, A. H.: Portföy Yönetim Sözleşmesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008, s.7.

⁷⁹ Yıldırım, s.7.

⁸⁰ Aydoğan Çete, T.: Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2021, s.78.

B. Melek Yatırımcılar (*Angel Investors*)

Melek kavramı, tarihte ilk olarak Broadway'daki borsa aracılarının Broadway gösterilerinin devam etmesi için katma değeri yüksek, riskli yatırımları yapan zenginleri etkilemek için kullanılmıştır⁸¹. Girişim sermayesi, girişimcilerin başarıya ulaşması için önemli bir vasıtaadır ancak genelde yatırım eşikleri iki ila 10 milyon USD arasındadır ve fikirlerini gerçekleştirmek için daha küçük meblağlara ihtiyaç duyan girişimci için uygun bir nakit kaynağı değildir⁸². Dolayısıyla melek yatırım, çekirdek finansmanına ihtiyaç duyan ve nakde ihtiyacı olan girişimciler için önemli bir yöntemdir ve girişimcilerin gelişimleri için de büyük etkiye sahiptir. Melek yatırımcılar, girişim sermayesinde olduğu gibi sadece fonlama yapmazlar, şirketin yönetimde önemli rol alırlar ve danışmanlık yardımıında bulunurlar.

Melek yatırımcılar da girişim sermayesi gibi aktardığı fon karşılığında şirketin paylarını edinirler. Yaptıkları yatırımın karşılığını almak için girişim şirketinin yönetiminde kendi birikimlerini de kullanarak aktif rol alırlar ve girişim şirketi lehine önemli bir katma değer yaratabilirler. Bununla birlikte melek yatırımcıların tek beklentisi yaptığı yatırımın karşılığını elde etmek değildir. Melek yatırımcıların beklentilerinin bir diğeri ise manevi tatmindir⁸³. Melek yatırımcılar kârlılığın yanında, yenilikçi fikre sahip ancak bu fikri gerçekleştirmeleri için sahip olunması gereken nakde sahip olamayan girişimcilerin başarılı olmasını beklemektedir.

⁸¹ Kurnaz, G./Bedük, A.: *Türkiye'de ve Dünyada Melek Yatırımcılık*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi 2017, C.20, S.1, s.28.

⁸² Sohl, J. E.: "The Early Stage Equity Market in the USA", *Venture Capital, An International Journal of Entrepreneurial Finance* 1999, V.1, I. 2, s. 109; Ibrahim, D. M.: *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors*, *Vanderbilt Law Review* 2008, V. 61 (*Angel Investors*), s.1416.

⁸³ Kurnaz, G./Bedük, A., s.31.

Melek yatırımcılara ilişkin ilk yasal düzenleme 6327 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanunun verdiği yetkiye dayanarak çıkarılan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmeliktir⁸⁴. Bu Yönetmeliğin amacı m. 1’de belirtilmiştir ve buna göre “*Yüksek risk içermesi nedeniyle finansmana erişimde sıkıntı yaşayan başlangıç veya büyüme aşamasındaki girişimler için finansal bir araç olan bireysel katılım sermayesinin desteklenmesidir*”. Düzenlemenin amacından anlaşılacağı üzere melek yatırımcılar girişimcilerin fikirlerini hayata geçirmesinde büyük bir öneme sahiptir ve bu nakit sağlama yönteminin uygulanma yoğunluğunun artması için bir düzenleme gerekmiştir. Bu bağlamda melek yatırımcılara bazı vergi indirimleri imkânları sağlanmıştır⁸⁵.

Melek yatırımcılar aynı girişim sermayesi yatırım şirketleri gibi belirli bir seviyeye gelen projelere yüksel bedeller ödeyerek yatırım yaparlar. Kendilerini gerek pay sahipliği sözleşmesi gerek şirket esas sözleşmesi vasıtasıyla garanti altına alarak yatırım risklerini azaltırlar⁸⁶. Diğer yandan, melek yatırımcılar yatırım yapacağı projelerin coğrafi olarak belirli bölgelerde olmasını bekler. Zira Silikon Vadisi gibi girişimciliğin kalbi denilebilecek yerlerdeki girişimlere yatırım yapılması yatırım öncesi ve sonrasındaki riskleri azaltır⁸⁷. Bunun nedeni yatırım yapılan küçük bir topluluğun aynı yerden yönetilebilmesinin kolaylığına dayanmaktadır. Ancak kitle

⁸⁴ RG. 29.06.2012, S. 28338. ; RG. 15.02.2013, S.28560.

⁸⁵ 6327 sayılı kanun, md. 10, “Bireysel katılım yatırımcısı tam mükellef gerçek kişiler, bu maddenin yürürlüğe girdiği tarihten sonra iktisap ettikleri tam mükellef anonim şirketlere ait iştirak hisselerini en az iki tam yıl elde tutmaları şartıyla, 213 sayılı Vergi Usul Kanununun değerlemeye ait hükümlerine göre hesapladıkları hisselerin tutarlarının %75’ini yıllık beyannamelerine konu kazanç ve iratlarından hisselerin iktisap edildiği dönemde indirebilirler.”

⁸⁶ Ibrahim, D. M.: *Equity Crowdfunding: A Market for Lemons*, Minnesota Law Review 2015, V.100, N.2 (*Lemons*), s.573.

⁸⁷ Ibrahim (*Lemons*), s.564.

fonlamasında girişimcinin belirli bir coğrafi bölgede olması beklenmez. Diğer taraftan girişim sermayesi ve melek yatırımcılar aşına olmadığı projelere yatırım yapmadıkları için riski azaltabilirler⁸⁸. Ancak kitle fonlamasında, unsurlarından da belli olduğu üzere kitle kaynaklı destek söz konusudur. Kitle fonlaması yatırımcıları, girişim sermayesi ve melek yatırımcıların aksine aşına olmadığı projelere yatırım yapabilirler; zira yatırımcıların proje hakkındaki bilgileri ve tecrübeleri çoğu zaman olmayacaktır⁸⁹.

VI. KİTLE FONLAMASININ ÖZEL OLARAK DÜZENLENMESİNİN NEDENLERİ

Geleneksel finansal yöntemlerinin işlem maliyetlerinin fazla olması, zaman açısından çevrimiçi platformların hızına yetişememesi, iletişim ve bilgisayar sektörlerinin hızla gelişmesi internet vasıtasıyla yeni bir nakit sağlama yönteminin ortaya çıkmasına neden olmuştur⁹⁰. Gerek küresel gerek yerel ölçekteki veriler göz önüne alındığında kitle fonlaması piyasasının gün geçtikçe daha derin ve geniş bir hale geldiği görülmektedir.

Doğuşundan bu yana kitlesel fonlama sektörü, dünya çapında büyük bir gelişme kaydetmiştir. Uygulanan tüm modeller dâhil edildiğinde, dünya genelinde toplam işlem hacmi 2011 yılındaki 1,5 milyar USD seviyesinde iken 2015 yılı itibarıyla 139 milyar USD'nin üzerine çıkmıştır⁹¹. Kitle fonlaması ekosisteminde 2016 yılındaki işlem hacmi 290 milyar USD, 2017 yılında 419 milyar USD, 2018 yılında 305 milyar USD, 2019'da 176 milyar ve 2020 yılında 114 milyar USD'dir⁹². Küresel

⁸⁸ Fish, J. E.: *Can Internet Offerings Bridge the Small Business Capital Barrier?* Penn Law: Legal Scholarship Repository 1998, V.2, I.1, s.86.

⁸⁹ Wallmeroth, J. : *Investor Behavior in Equity Crowdfunding*, Venture Capital 2019, V.21, s.280.

⁹⁰ Manavgat (Kitle Fonlaması), s.773.

⁹¹ Jenik, İ./Lyman, T./Nava, A.: *Crowdfunding and Financial Inclusion*, CGAP 2017, s.4.

⁹² www.statista.com (Son Erişim Tarihi:02.02.2022).

ölçekte piyasa büyüklüğü 2011 yılında 1.47 milyar USD, 2012 yılında 2.7 milyar USD, 2013 yılında 6.1 milyar USD'dir. Piyasa büyüklüğü 2014 yılında 16.2 milyar USD'ye ulaşmıştır ve bu rakam 2022 yılında 12.27 milyar USD olarak tespit edilmiştir⁹³. Bu rakamın 2027 yılında 25.8 milyar USD 'ye ulaşacağı tahmin edilmiştir⁹⁴. Türkiye'de ise kitle fonlaması yoluyla, sırasıyla 2016 yılında 16.8, 2017 yılında 21.7, 2018 yılında 27.1 milyon USD tutarında fon toplanmıştır⁹⁵. Avrupa'da tamamlanmış kitle fonlaması kampanyaların sayısı 2014 yılında 24 303, 2015 yılında 34 354 ve 2016 yılında 38 149 dur⁹⁶. 2017 yılında paya dayalı kitle fonlaması modeli benimsenerek 2.5 milyar USD kaynak elde edilmiştir⁹⁷.

Alternatif borçlanma araçlarının kullanıma ilişkin rapora göre 2020 yılında küresel ölçekte 401.7 milyar USD değerinde işlem gerçekleşmiştir ve bunun 301.8 milyar USD'si borçlanmaya dayalı kitle fonlaması işlemlerinden oluşmaktadır⁹⁸. Yine ilgili rapora göre uzak doğuda borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına talep fazladır. Girişimciler 2020 yılında küresel ölçekte en fazla ABD'de kitle fonlaması vasıtasıyla nakit toplamışlardır⁹⁹. ABD'yi sırasıyla Birleşik Krallık, Brezilya, İtalya ve Hindistan izlemiştir.

Verilerden de görüldüğü üzere kitle fonlaması piyasası hem yerel hem bölgesel hem de küresel ölçekte hızla büyüyen bir piyasadır. Kitle fonlamasının unsurları göz önüne alındığında; girişim şirketinin sunacağı yeterli ve nitelikli bilgisinin olmaması, halka arzın işlem maliyetlerinin yeni kurulmuş ya da kurulacak bir girişim için çok

⁹³ 2015 CF, The Crowdfunding Industry Report, www.smv.gob.pe (Son Erişim Tarihi: 04.03.2021).

⁹⁴ www.statista.com (Son Erişim Tarihi: 04.03.2021).

⁹⁵ Manavgat (Kitle Fonlaması), s.773.

⁹⁶ www.statista.com (Son Erişim Tarihi: 05.03.2021).

⁹⁷ <https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics> (Son Erişim Tarihi: 05.01.2022).

⁹⁸ Statista, Fintech Report 2021-Alternative Lending, Ocak 2021, s.6.(Son Erişim Tarihi: 02.02.2022). Rapora göre Avrupa içerisinde en fazla alternatif borçlanma yöntemlerine başvuru alan ülke İngiltere'dir.

⁹⁹ www.statista.com (Son Erişim Tarihi: 02.02.2022).

maliyetli olması, girişim sermayesinin ve melek yatırımcıların coğrafi açıdan kendilerine yakın yerde bulunan ve zaten belirli bir aşamaya gelmiş girişimcileri fonlaması kitle fonlamasının düzenlenmesi gereğini ortaya koymuştur¹⁰⁰. Yatırımcıların korunması açısından ise girişimcilerin projelerinin başarıyla sonuçlanma oranının %10 olması nedeniyle yatırımın büyük bir risk taşıması¹⁰¹, dolandırıcılık ihtimalinin azımsanmayacak derecede olması ve girişimcilerle yatırımcılar arasında bilgi asimetrisinin varlığı¹⁰², yatırımcıların çoğunluğunun yeterli bilgi ve deneyime sahip olmaması nedenleriyle hem yatırımcıyı koruyacak hem de girişimcilerin gelişimini sağlayacak düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur. Kitle fonlamasına dair diğer riskler ise platformların kara para aklamaya yönelik kullandırılması, yatırımcının dolandırılması, platforma karşı siber saldırılar, girişimciler aleyhine gerçekleştirilebilecek fikri mülkiyet ihlalleri olarak sıralanabilir¹⁰³.

Kitle fonlaması son dönemde gelişen bir nakde ulaşma aracıdır. Kitle fonlaması özel olarak düzenlenmezse bazı kitle fonlaması modellerine sermaye piyasası hukukunun genel nitelikteki kuralları ve tebliğleri uygulanacaktır¹⁰⁴. İlgili modeller, faiz ödemesi öngören borçlanma modeli ve paya dayalı modeldir. Zira bu

¹⁰⁰ Sjostrom, J. R: *Relaxing the Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offerings*, Florida St. U.L.R 2004, V.32, s.6; Crowdfunding's Potential for the Developing World, The World Bank, www.worldbank.org/crowdfunding, (WB) (Son Erişim Tarihi: 10.03.2021) s.20; Manavgat, s.774-776.

¹⁰¹ Startupların Başarısı Hakkında bkz. <https://review42.com/resources/what-percentage-of-startups-fail/#:~:text=Most%20Fascinating%20Startup%20Failure%20Rates,it%20to%20their%20fifth%20year> (Son Erişim Tarihi: 13.03.2021).

¹⁰² Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.98-100; Ardiyok, Ş.: *Regülasyon Hukuku*, İstanbul 2019, s.195-202. Ardiyok'a göre iktisadi açıdan etkin bir alım-satımın gerçekleşmesi için alıcı ve satıcının işlem hakkında bilgi sahibi olması gerekir. Alıcılar açısından bakıldığında bilgi sahibi olduklarında daha rasyonel kararlar alırlar. Bu durum şirketler için de geçerlidir zira şirket yöneticisi şirkete dair bilgileri haizken pay sahibi bu bilgileri çoğu zaman elde edemez. İşte burada şirket yöneticileri ile pay sahipleri arasında bilgi asimetrisi bulunmaktadır ve bilgi asimetrisi bir piyasa aksaklığı oluşturur.

¹⁰³ İşiner, N.: *Sermaye Piyasası Hukukunda Paya Dayalı Kitle Fonlaması*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2021, s.25-48.

¹⁰⁴ Manavgat (Kitle Fonlaması), s.774.

modellerde sermaye piyasası araçları kullanılır¹⁰⁵. Bu modellerde SPKn ve ikincil düzenlemelerin uygulanması girişimci açısından büyük bir maliyete neden olacağından, girişimcinin nakde ulaşması zorlaşır¹⁰⁶. Kitle fonlaması menfaatlerine uygun bir düzenlemenin olmaması, girişimcilerin ülke ekonomileri üzerinde yapacakları katkının engellenmesi anlamına gelecektir. Dolayısıyla böylesine gelişen bir yatırım aracının hem yatırımcı hem de girişimcinin faydasına olacak şekilde düzenlenmesi gerekir. Zira kitle fonlaması ekosistemi, düzenlenmelerin var olmadığı dönemlerde bile büyüme ve genişleme eğiliminde olan bir piyasadır. Dolayısıyla kitle fonlamasının özel olarak düzenlenme sebeplerini genel hükümlerin uygulanmasının kitle fonlamasının ruhuna aykırı olması ve hızlıca büyüyen bir ekosistem niteliğini haiz olması şeklinde ikiye ayırmak uygun olacaktır.

Diğer taraftan, kitle fonlamasında amaç yatırımcının korunması ve girişimcilerin ucuz yoldan fonlanmasının sağlanmasıdır. Yatırımcıyı koruyucu hükümlerin yoğun olması bilhassa işlem maliyetlerini artırır ancak kitle fonlamasını teşvik edecek ve yükümlülüğü nispeten az olan düzenlemeler ise yatırımcının korunmasını zayıflatacağından her iki menfaatin korunduğu bir düzenleme yaratmak kolay değildir¹⁰⁷.

¹⁰⁵ Manavgat (Kitle Fonlaması), s.775.

¹⁰⁶ Dibadj, R.: Crowdfunding Deluisions, Hastings Business Law Review 2015, V.12, I.1, s.29-31.

¹⁰⁷ Manavgat (Kitle Fonlaması), 774.

İKİNCİ BÖLÜM: ABD VE AB HUKUK SİSTEMLERİNDE KİTLE FONLAMASI

I. ABD HUKUKU'NDA KİTLE FONLAMASI

A. ABD Hukuku'nda Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemeleri

1. Genel Olarak

ABD'de paya dayalı kitle fonlamasına ilişkin ilk yasal düzenleme ABD Kongresi tarafından çıkarılan JOBS Act'tir¹⁰⁸. Yenilikçi iş fikrine sahip olan girişimlerin desteklenmesi sorunu kongre tarafından ele alınmış ve JOBS Act yürürlüğe girmiştir¹⁰⁹. Bu düzenleme sayesinde girişimciler ihraç edeceği payların kayıt yükümlülüğünden muaf olurlar. Ancak bunun bir sınırı vardır ve girişimciler on iki aylık dönemde en fazla 1 milyon USD'ye kadar fon toplayabilirler. Esasen kitle fonlaması dışında da girişimciler için bazı kayıt yükümlülüklerden muafiyetler getirilmiştir. SA 4(2), 4(5), Regülasyon D¹¹⁰ kapsamında kural 504, 505 ve 506 SEC'e karşı kayıt yükümlülüklerinin istisnasını oluşturmaktadır¹¹¹. Ancak belirtmek gerekir ki her ne kadar teorik olarak girişimciler için de muafiyetler söz konusu olsa da hiçbiri paya dayalı kitle fonlaması kadar uygun değildir¹¹².

¹⁰⁸ 2012 yılında yasalaşan JOBS Act'teki paya dayalı kitle fonlaması hususları "Title III" başlığı altında düzenlenmiştir.

¹⁰⁹ Weinstein, R.S.: *Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Expecting*, Cornell Int. L. R. 2013, V.46, s. 428.

¹¹⁰ Regulation D, SEC tarafından çıkartılmış, halka açık olmayan küçük şirketlerin halka arz maliyetlerine katlanmaksızın fon toplamasını sağlayan bir düzenlemedir. (<https://www.investopedia.com/terms/r/regulationd.asp>) (Son Erişim Tarihi: 28.07.2021).

¹¹¹ Regülasyon A kayıt muafiyeti kapsamına alınmamıştır zira bu muafiyetten yararlanmak için ihraççının "mini kayıt" yükümlülüğüne katlanmalıdır. Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.48.

¹¹² Cohn, S.R. / Yadley, G.C.: *Capital Offense: The SEC's Continuing Failure to Address Small Business Financing Concerns*, N.Y.U. Law and Bus. 2011, V.4 N.1, s. 6.

JOBS Act ile girişimcilere SA bağlamında SEC'e kayıt yükümlülüğünden muafiyet sağlanmıştır. İlgili düzenlemeye göre kitle fonlaması, SEC'e kayıtlı geniş yetkili aracı ya da münhasıran kitle fonlaması için kurulmuş fonlama portalları tarafından yürütülmektedir.

Bunun yanında, JOBS Act kapsamındaki düzenlemeler eyalet düzeyindeki yasalardan önceliklidir¹¹³; ama ihraççıların ilgili eyalet otoritesine bildirim yapma zorunluluğu bulunmaktadır¹¹⁴. Kural olarak kayıt yükümlülükleri açısından iki durumun gerçekleşmesi halinde eyalet düzenlemeleri öncelikli uygulanır. Bunlardan ilki sermaye piyasası aracı ihraççısının ana iş yerinin ihraç yapılan eyalette bulunmaması, ikincisi ise gelirin % 50'nden fazlasının eyalet sakinleri tarafından elde edilmemesidir. Bu durumda, kitle fonlaması yapan ihraççının iki farklı eyaletin kayıt yükümlülüklerini yerine getirmesi söz konusu olabilir¹¹⁵. Benzer durumlar fonlama portalları için de geçerlidir¹¹⁶. Paya dayalı kitle fonlaması kapsamında yapılan ihraçlarda, şirketin malvarlığı 25 milyon USD'yi geçmediği ve şirketin belirli raporlama yükümlülüklerini yerine getirdiği sürece halka açıklık statüsü kapsamında belirlenen 500 ve 2000 pay sahibi sayısı koşulu uygulanmayacaktır¹¹⁷. Ancak bu muafiyet ihraççılara kaynak elde etme hususunda sınırsız bir özgürlük vermemektedir; aksine SA m. 4(6) kapsamında platform, ihraççı ve yatırımcılar için bazı yükümlülükler ve kısıtlamalar söz konusudur¹¹⁸.

¹¹³ Campbell, B. R.: *The Role of Blue Sky Laws After NSMIA and The JOBS Act*, Duke L. J. 2016, V.66, s.620.

¹¹⁴ RC 77(r)(b)(4)(c), RC 77(d)(1)(d).

¹¹⁵ Hazen, s.1756-1757.

¹¹⁶ JOBS Act 305. Bölüm (d)(2)(A) Kitle fonlaması platformlarının işyerinin bulunduğu eyaletin kuralları uygulanabilir ama bu kurallar SEC'in belirlediğinden daha ağır olamaz.

¹¹⁷ Korkmaz, s.18.

¹¹⁸ Küçükgüngör, s.91.

Söz konusu bilgilerin ışığında, ABD’deki kitle fonlaması düzenlemelerinin, sermaye piyasası aracı satışıyla bağlantılı olarak yapıldığı sonucuna varılmaktadır. Düzenlemenin yapılmasındaki temel amaç, yeterli bilgi ve deneyime sahip olmayan yatırımcılara bir projenin parçası olma imkânının tanınması ile küçük ve orta büyüklükteki girişimcilere kaynak sağlanarak istihdamın ve ekonominin büyümesine destek olmaktadır¹¹⁹. Zira kitle fonlaması yoluyla sermaye piyasası aracı satışlarında, başta SEC’e kayıt ve kamuyu aydınlatma olmak üzere yasal yükümlülüklerde muafiyetler tanınmıştır. Buna karşılık kitle fonlamasını halka arzın yapılamadığı durumlarda başvurulacak bir araç olmasını engellemek amacıyla toplanacak fon tutarına, ihraççı ve yatırımcı bazında sınırlamalar getirilmiş; kamuyu aydınlatma konusunda hafifletilmiş bir düzen oluşturulmuştur¹²⁰.

2. İhraççılar

a. İhraççı Tanımı

Kitle fonlaması bağlamında ihraççı kavramını fonlama portalları vasıtasıyla pay ihraç eden girişim şirketleri olarak anlamak gerekir. Gerek SA m. 4(a)(6)’ da gerek RC 227. bölümünün A alt başlığında ihraç sınırları bakımından hangi şartlar altında düzenlemeden faydalanacağı hükme bağlanmıştır ve ihraççı kavramı bu düzenlemeler açısından sınırlandırılmıştır¹²¹. Bu itibarla, ABD’de kurulmamış olmakla beraber raporlama yükümlülüğü ve Investment Company Act’in uygulama alanında olan, belirli bir iş planı bulunmayan ya da birleşme yahut da devralmayı planlayan

¹¹⁹ Hans, D. J. : *Rules Are Meant to Be Amended: How Regulation Crowdfunding’s Final Rules Impact the Lives of Startups and Small Businesses*, Brooklyn L. Rev. 2018, V.83, I.3, s.1094.

¹²⁰ Manavgat (Kitle Fonlaması), s.769.

¹²¹ Bowman, s.334.

girişimciler kitle fonlaması muafiyetlerinden ihraççı olarak faydalanamayacaklardır¹²².

Kimlerin kayıt yükümlülüğünden muaf tutulması gerektiğine dair iki farklı görüş bulunmaktadır. İlk görüş, halka açık şirketlerin de muafiyetten yararlanması gerektiğini, zira muafiyetin temelinin şirketin büyüklüğüne dair olmadığını ve fonlama miktarına bağlandığını iddia etmiştir¹²³. Diğer görüş ise belirli bir hacme ulaşan şirketlerin kayıt yükümlüsü olması gerektiğini savunmuştur¹²⁴. Hali hazırda halka açık şirket statüsünde olan şirketlere bu muafiyetten faydalanma fırsatının verilmesi kitle fonlamasını halka arzın alternatifi haline getirecektir. Bu durumda sadece küçük ve orta büyüklükte olan yenilikçi fikre sahip girişim şirketlerinin kayıt yükümlülüğü istisnasından yararlanması gerekir.

b. İhraççının Yükümlülükleri

aa. İhraç Sınırı

SA m. 4(6)'ya göre ihraççılar on iki aylık dönemde en fazla 1 milyon USD'ye kadar sermaye arttırarak yatırımcılara pay satabilir. İhraççı için belirlenen bu sınır tartışmalara yol açabilir. Zira 1 milyon USD, ihraççının katlandığı maliyetler düşünüldüğünde az görülebilir¹²⁵. Kitle Fonlamasının amacı ortaya konulduğunda ihraççı fonlama portalları vasıtasıyla bir pay satışı gerçekleştirdiğinde, elde edeceği kaynak karşılığında yapmış olduğu harcama oranının yüksek olması gerekir. Aksi

¹²² RC&227.100(b)

¹²³ Heminway, J. M./Hofmann, S.R. (*Proceed at Your Peril*), s.948

¹²⁴ Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.132.

¹²⁵ Dylan, s. 1102.

takdirde kitle fonlaması düzenlemesinin temellerinden biri olan “girişimcinin düşük maliyetle kaynak elde etmesi” amacı terk edilmiş olur.

bb. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Kitle fonlaması vasıtasıyla kaynak yaratan ihraççının *Form C*¹²⁶’de belirlenen bilgileri kampanya sayfasından açıklaması zorunludur¹²⁷. *Form C*, kitle fonlaması ile sermaye artırımını yapmak isteyen ihraççının bilgilerini içeren kamuyu aydınlatma belgesidir. Bu belgede ihraççının hukuki ve finansal durumu gösterilir. Başlıca ihraççının muhasebe kayıtları, satılacak pay miktarı, toplanması hedeflenen fon miktarı, ihraççının yönetim kurulu, temsile yetkili olan kişi, teklifin riskleri açıklanmaktadır.

ABD doktrininde kamuyu aydınlatma belgesi olan *Form C*’nin yeterliliğine ve gerekliliğine ilişkin tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Temelde iki farklı görüş söz konusudur. İlk görüş, kamuyu aydınlatma belgelerinin kitle fonlaması yatırımcıları için faydalı olmayacağını ve girişimci açısından fazladan bir maliyete neden olacağını ile sürmüştür¹²⁸. İkinci görüş, kamuyu aydınlatma belgelerinin kitle fonlaması

¹²⁶ Detaylı Bilgi İçin bkz. (<https://www.sec.gov/files/formc.pdf>) (Son Erişim Tarihi: 28.07.2021). Ayrıca *Form C*’de bulunması gereken bilgiler hakkında detaylı bilgi için bkz. Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers, <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm#3> (Son Erişim Tarihi: 17.03.2021).

¹²⁷ RC&227.203.(a)(1).

¹²⁸ Dorff, M. B.: *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, The Journal of Corporation Law 2014, V.39, I.3, s. 5.; Armour, J./Enriques, L. (*Promise and Peril*), s.36. Yazarlar pay piyasası hakkında aksini düşünmektedir. Bunun nedenini ise açıklanan bilginin fiyata yansıdığını ve yatırımcıların genelde düşük kalitedeki halka arz süreçlerini ayıklayabildiklerine dayandırmıştır. Ancak kitle fonlamasında yatırımcı profili aynı davranışı sergileyemez. Yazarların kitle fonlaması sürecinde sürü psikoloji ile hareket edeceğinin ileri sürmüştür. Yazarlar sürü psikolojisine ilişkin teorisini şu şekilde açıklamaktadır; Kitle fonlaması platformu vasıtasıyla kampanya sürecine dâhil olmak isteyen kişinin proje hakkında olumlu bir düşüncesi var ise bu fikrin karlı olduğunu ve pozitif duygular beslediği ikinci kişi tarafından anlaşılacağı için projeye dair olumlu bir bilgi sahibi olmasa dahi olumsuz bir fikri yoksa ikinci kişi de yatırım yapacaktır. Üçüncü kişi ise diğer iki kişinin yatırım yaptığını bildiğinden olumsuz bir bilgi sahibi olsa dahi yatırım yapacaktır (*Herding Theory*).

yatırımcılarının korunması için vazgeçilemez nitelikte olduğunu ve yatırımcıların bu belgedeki bilgiler vasıtasıyla akılcı yatırım kararları alabileceğini öngörmüştür¹²⁹. Bu görüşe göre kitle fonlamasında halka arzdaki gibi ağır bir kamuyu aydınlatma düzenine gerek olmadığı savunulmuştur¹³⁰. Diğer taraftan kapsamlı olmayan kamuyu aydınlatma belgesi, dolandırıcılık riskini azaltmaktadır¹³¹.

Müstakbel yatırımcıların aydınlatılmasına ilişkin yapılacak düzenlemeler, yatırımcının kendisine açıklanacak bilgiler ışığında kendisi adına en akılcı kararı verme varsayımının kabul edilip edilmemesine göre yapılmalıdır. Yatırımcının ilgili belgedeki bilgiler ile bu kararı verebileceği düşünülüyorsa kamuyu aydınlatma belgesinin düzenlenmesi gerektiği tartışma yaratmaz. Fakat doktrinde bu belgenin yatırımcının vereceği kararda önemli bir etken olmadığını savunanlar da bulunmaktadır. Bu durumda SEC'in bu belgelerde açıklanan bilgileri detaylı bir şekilde araştırıp yatırımcı açısından "kabul edilebilir yatırım" süzgecinden geçirmesi yatırımcının korunması için en sıkı tedbirlerin alınması anlamına gelmektedir¹³². Ancak böylesine bir araştırma, SEC'in iş yükünü artırdığı gibi girişimci açısından büyük bir maliyete neden olur.

Olması gereken hukuk bakımından, kitle fonlamasındaki kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, halka arza oranla daha hafif bir düzen öngörmelidir. Öte yandan yatırımcının korunması menfaatine önem verilirse, yatırımcılar açısından yatırım

¹²⁹ Heminway, J. M. / Hoffman, S.R. (*Proceed at Your Peril*), s.959.

¹³⁰ Wroldsen, s. 600-610.; Hazen, s.1765. Bir diğer görüş ise kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin girişim şirketleri üzerinde baskı ve maliyeti artıracaklarını, Regulation D kapsamında çıkarılan Rule 506'nın girişim şirketlerinin fon toplaması adına daha uygun olduğu ileri sürülmüştür. İlgili görüş için bkz. Parsont, J. W.: *Crowdfunding: The Real and The Illusory Exemption*, Har. Bus. L. R. 2014, V.4, s.302.

¹³¹ Anand, A: *Is Crowdfunding Bad For Investors ?*, Can. Bus. L. J. 2015, V.55, N.2, s.226.

¹³² Wroldsen, s.610.

sınırları getirilmelidir. Zira ABD kitle fonlaması kurallarında bu sistem öngörülmüştür. Hafifletilmiş düzenin öngörülmesi ve yatırım sınırlarının getirilmesi hem girişimci hem de yatırımcı açısından faydalıdır. Girişimci açısından kamuyu aydınlatma maliyetlerinin düşmesini sağlar. Yatırımcı açısından ise belirli bilgiler doğrultusunda akılcı karar verebilme imkânı verir. Öte yandan yatırım sınırının getirilmesi, yatırımcıların büyük çoğunluğunun nitelikli yatırımcı olmadığı göz önüne alındığında geri dönülemez zararların ortaya çıkmasını engeller.

cc. İhraç Tutarına Göre Raporlama Yükümlülüğü

JOBS Act, ihraççılar açısından aydınlatma yükümlülüğünün yanında raporlama yükümlülüğü de öngörmüştür. Raporlama yükümlülüklerinin ağırlığı ya da maliyeti ihraç edilecek fonun tutarına göre farklılaşmaktadır. SA 4A(b)(D)'ye göre son on iki aylık dönemde toplamda 100 bin USD'nin altında fon toplanmışsa ihraççılar adına icra kurulu başkanı finansal tabloları onaylayacak ve ihraççı tarafından gelir vergisi beyan edilecektir. Öte yandan 100 bin USD ile 500 bin USD arasında ihraç yapılmışsa finansal tabloların serbest muhasebeci tarafından kontrol edeceği hüküm altına alınmıştır. İhraç miktarı 500 bin USD'nin üstünde ise finansal tabloları bağımsız denetçi denetleyecektir¹³³. Bunun yanında, SA m. 12(a)(2)'ye göre ihraççılar düzenlemelerde belirlenen aydınlatma ve raporlama yükümlülüğünden fazlasını da icra edebilirler¹³⁴. İlk ihraca ilişkin raporlama yükümlülüğü başlangıç, ihraç

¹³³ Parasal sınırlar RC'de değişmiştir. Buna göre 100 bin 107 bin, 500 bin 535 bin olarak tadil edilmiştir.

¹³⁴ Parston, s.305.

sonrasındaki raporlama yükümlülüğü ise yıllık uyum maliyeti olarak değerlendirilmelidir¹³⁵.

dd. Reklam Yasağı

SA m. 4A(a)(2) ve RC&227.204(a)'ya göre ihraççının sermaye piyasası aracına ilişkin reklam yapması yasaklanmıştır. Reklam yasağı kapsamına girmeyen durumlar RC& 227.204(b)'de sayılmıştır¹³⁶. RC&227.204(3)(b)'ye göre ihraççı ya da ihraççı adına hareket eden kişilerin ve aracının internet vasıtasıyla yatırımcılarla iletişime geçmesi reklam yasağı kapsamında değerlendirilmemektedir. Bunun yanında ihraççı, yatırımcıyı kitle fonlaması yapılan platforma yönlendirebilir¹³⁷.

3. Yatırımcılar

a. Yatırımcılara İlişkin Yatırım Kısıtlaması

JOBS Act ile SA m. 4(a)(6)'da paya dayalı kitle fonlaması düzenlenmiş ve girişimcilere kayıt yükümlülüğünden muafiyet getirilmiştir. Bu düzenlemelerden önce, kayıt yükümlülüklerinin sermaye piyasasının gelişimine engel olduğu ve yatırımcıların yeterince savunmadığı ileri sürülmüştür¹³⁸. Bu itibarla gerek yatırımcıyı koruyacak gerek girişimcinin fon toplamasını teşvik edecek bir düzenlemeye ihtiyaç duyulmuştur. Kitle fonlamasının en temel unsurlarından biri kitle kaynağıdır. Burada geniş bir kitle olduğundan çok sayıda yatırımcı bulunmaktadır. Ancak yatırımcıların büyük bir kısmı yeterli bilgi ve tecrübeye sahip değildir. Dolayısıyla yatırımcıların

¹³⁵ Gabison, s.389. Yazara göre kitle fonlamasına ilişkin başlangıç ve devamındaki maliyetler halka arz maliyetlerine göre daha az olsa da kitle fonlamasında ihraç sınırı daha düşük olduğu için sınırlayıcı özelliğe sahiptir.

¹³⁶ Anılan düzenlemeye göre, SA m. 4(a)(6) kapsamında bir kitle fonlaması yapılacağına ilişkin bilgi, ihraç edenin unvanı, iş yeri hakkında bilgi, telefon numarası, web sitesi, e posta adresi, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının sayısı, türü, fiyatı reklam yasağı kapsamına girmemektedir.

¹³⁷ U.S.C.&77(d)(1)(b)(2).

¹³⁸ Küçükgüngör, s.97.

korunma ihtiyacı söz konusudur. Zira kitle fonlaması kapsamında yapılan yatırım yeteri kadar bilgi ve tecrübeye sahip olmayan yatırımcılar için geri dönülemez zararların ortaya çıkmasına neden olabilir¹³⁹. Yatırımcıyı korumaya dair getirilen önemli düzenlemelerden biri de yatırımcıya azami yatırım sınırı getirmektir. Diğer taraftan yatırım sınırı getirilmesi yatırımcıların dolandırılması riskini bertaraf etmez; zira yatırımcılara izin verilen yatırım miktarı ile de dolancıcılık söz konusu olabilir¹⁴⁰.

SA 4(6)(B)' ye göre on iki aylık dönemde yatırımcı, paya dayalı kitle fonlaması kapsamında aşağıda yer alan tutar kapsamında yatırım kararı alabilir:

Yıllık geliri veya malvarlıklarının net değeri 100 bin USD'nin altında kalan yatırımcılar için sınır, yatırımcının yıllık gelirinin %5'i olarak hesaplanacak tutarlardan yüksek olanıdır. Ancak bu tutar, 2 000 USD'den düşük ise yatırımcı, 2 bin USD'ye kadar yatırım yapabilecektir.

Yıllık geliri ve malvarlıklarının net değeri 100 000 USD'nin üzerinde olan yatırımcılar için sınır, yatırımcının yıllık gelirinin %10'u veya malvarlıklarının net değerinin %10'unu olarak hesaplanacak tutarlardan düşük olanıdır. Ancak bu tutar hiçbir durumda 100 000 USD'yi aşamaz¹⁴¹.

Yatırım sınırı belirlenirken geliri ve malvarlığı nispeten düşük olan kişiler için yıllık gelir-malvarlığı net değeri kıstaslarından yüksek olan esas alınmakla beraber geliri veya malvarlığı daha fazla olan yatırımcılar için düşük olanı esas alınmıştır. İlk

¹³⁹ Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s. 128.

¹⁴⁰ Anand, s.226.

¹⁴¹ Bu tutar SEC tarafından SA m. 4A(h)(1)'a dayanarak tadil edilmiştir. 2000 USD olan sınır 2200 USD'ye, 100.000 USD olan sınır 107.000 USD'ye dönüştürülmüştür.

durumda girişimcinin projesinin başarısız olması, yatırımcı açısından büyük yıkımlara neden olmaz ancak ikinci durumda rakamlar yükseldiği için nitelikli olmayan yatırımcı geri dönülemez zararlara katlanmak zorunda kalabilir¹⁴². Dolayısıyla ilgili düzenleme yatırımcının korunmasını sağlamaktadır.

b. Devir Yasağı

SA m. 4A(e) ile RC&227.501 uyarınca paya dayalı kitle fonlaması kapsamında elde edilen sermaye piyasası araçları ihraç tarihinden itibaren bir yıl boyunca yatırımcılar tarafından üçüncü kişilere satılamaz. Devir yasağı sermaye piyasası aracını ihraççıdan alan kişiler için ve ilk satın almayı takip eden bir yıllık süre boyunca geçerlidir. Diğer taraftan, devir yasağının sona ermesiyle payların hangi platformda ve nasıl satılacağına dair kesin bir düzenleme bulunmamaktadır¹⁴³.

Kitle fonlaması piyasasında ikincil piyasa işlemlerine (*secondary market transaction*) izin verilmemesi eleştiriye açık bir düzenlemedir. Bu bağlamda düzenlemenin yatırımcıyı koruyup korumadığını tespit etmek gerekir. Halka açık şirketler açısından bakıldığında, ihraççılar milyonlarca pay ihraç ettikleri için paylarını kolayca başka bir yatırımcıya satabilirken, kitle fonlaması yatırımı için tam tersi bir durum söz konusu olduğundan payın fiyatı suni bir şekilde artabilir¹⁴⁴. Bu bağlamda doktrinde, pay devri kısıtlaması ve ikincil piyasasının oluşumunun engellenmesi hükümlerinin pay fiyatları bakımından yatırımcıyı korur nitelikte olduğu ileri sürülmüştür¹⁴⁵.

¹⁴² Dylan, s. 1103.

¹⁴³ Ibrahim, D. M.: *Crowdfunding without the Crowd*, N. Car. L. Rev. 2017, V.95, N.5 (*Crowd*) s.1501.

¹⁴⁴ Schwartz, A.: *Crowdfunding Securities*, Notre Dame L. R. 2013, V.88, I.3 (*Securities*), s.1482.

¹⁴⁵ Schwartz (*Securities*), s.1483.

Diğer taraftan pay devri kısıtlaması, yatırımcı açısından yapılan yatırım üzerinde büyük oranda devir yetkisinin kısıtlanması anlamına geldiği için ilgili düzenleme yatırımcının yatırımını yaptıktan sonra bir yıl boyunca tüm riski üzerine almasına neden olacak ve başka bir yatırıma yönelmesi engelleyecektir¹⁴⁶. Bahsedilen durum, yatırımcıların girişim şirketi paylarına yönelmesini ve nakdi bir piyasanın oluşmasını engellemekle beraber payın değerinin düşmesine neden olur¹⁴⁷. Yatırımcının yatırım kararını vermesindeki temel amaçlarından birisi payın değer artışından faydalanmak olduğuna göre pay devri kısıtlamasının yatırımcıyı korumaktan ziyade sayılan nedenlerle yapılan yatırımın değerini azaltmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla bu kısıtlama, yatırımcının iştahını kaçıracağından girişim şirketinin değerlendirilmesine engel olacak, yeniden nakit bulmasını zorlaştıracaktır.

Öte yandan, payların ihraççılara, nitelikli yatırımcılara, yatırımcıların aile bireylerine veya aile bireyi eşdeğeri kişilere veya SEC'e kayıtlı bir ihraç kapsamında devredilmesi bu yasağın istisnalarını oluşturmaktadır¹⁴⁸.

4. Geniş Yetkili Aracılar ve Kitle Fonlaması Portalları

SA m. 4(a)(6)(C)'e göre kitle fonlaması kampanyası SEC'e kayıtlı geniş yetkili aracı tarafından ya da münhasıran kitle fonlamasına aracılık yapmak için kurulan ve yine SEC'e kaydolun fonlama portalları (*funding portal*) tarafından yapılır. Kitle fonlaması işlemleri doğrudan yatırımcı ve girişimci arasında gerçekleşmemekte,

¹⁴⁶ Ibrahim (*Crowd*), s. 1501-1502.

¹⁴⁷ Heminway (*Selling Crowdfunded Equity*), s.203.

¹⁴⁸ SA m. 4A(e), RC & 227.501(a)(1,2,3)

SEC’e kayıtlı geniş yetkili aracilar ya da fonlama portallari aracılığıyla sağlanmaktadır¹⁴⁹.

Geniş yetkili aracilar SEA m. 3(a)(4)’te tanımlanmıştır. Buna göre “*başkası hesabına sermaye piyasası araçları işlemlerini gerçekleştiren kişi*” şeklinde düzenlenmiştir¹⁵⁰. Yine SEA m. 15(a)(1)’e göre geniş yetkili aracilar SEC’e aracı olarak kayıt yaptırmak zorundadır. Geniş yetkili aracilarının paya dayalı kitle fonlaması kampanyalarını yürütmek için ayrıca bir kayıt yaptırmaları gerekmemektedir (SA 4 (A)(a)(1)).

Fonlama portallari ise münhasıran paya dayalı kitle fonlamalarını yürütmek için kurulurlar¹⁵¹. Öte yandan fonlama portallarının:

- . Yatırım tavsiyesinde bulunmaları,
- . Web siteleri aracılığıyla sermaye piyasası araçlarının satın alınmasını, teklif edilmesini ya da satım teklifine teşvik etmelerini;
- . Sermaye piyasası araçlarının satımı, teklifine ilişkin teşvik için kendi çalışanlarına ya da üçüncü bir kişiye ödeme yapmaları;
- . Yatırımcıların aktardığı kaynakları tutmaları, yönetmeleri ya da iktisap etmeleri

Yasaklanmıştır¹⁵².

¹⁴⁹ 15 U.S.C. & 77d(a)(6)(C)

¹⁵⁰ Geniş yetkili araciların sahip olması gereken niteliklere ilişkin detaylı bilgi için bkz.; Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.49-66.

¹⁵¹ SEA m. 3(a)(80); SA 4A(a)(1); RC&227.300(a)(1); RC&227.400.

¹⁵² SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s.166.

İlgili düzenlemelerle kitle fonlaması platformlarına ihraççının zorunlu raporlama yükümlülükleri, şirketin mali ve hukuki belgelerinin değerlendirilmesi sürecinin yönetilmesi ve portal yetkililerinin girişim şirketine yatırım yapmasının önlenmesi gibi konularda önemli işlevler atfedilmiştir¹⁵³.

5. Kitle Fonlaması Aracılarının Yükümlülükleri

a. Riski Saptama ve Azaltma Yükümlülüğü

Kitle fonlaması araçlarının SA m. 4A(a)5 ile RC&227.301 kapsamında dolandırıcılık riskini tespit etmeye ve riski düşürmeye dair bazı yükümlülükleri bulunmaktadır. Kitle fonlaması araçlarının, ihraççıların kitle fonlaması istisna hükümlerinden faydalanması için kendi yükümlülüklerine uygun hareket ettiklerine dair makul dayanakları olması gerekir¹⁵⁴. İhraççının kitle fonlaması sürecine dair yükümlülüklerini yerine getirmediğine dair şüphe bulunmuyorsa ihraççının beyanları esas alınmaktadır¹⁵⁵. Aracıların, ihraççıların beyanına ilişkin dolandırıcılık risk testini ihraççılarla ilişkileri devam ederken de uygulamaları gerekmektedir¹⁵⁶. Bu uygulama araçlara adeta “bekçi” sorumluluğu yüklemektedir¹⁵⁷.

¹⁵³ Küçükgüngör, s.92.

¹⁵⁴ <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>

¹⁵⁵ RC&227.301(a). SEC’in kitle fonlamasına ilişkin hazırladığı rapora göre bazı yorumcular kitle fonlaması araçlarının ihraççının beyanlarına güvenmesi yerine girişimcinin hukuki ve mali kayıtlarını incelemesi gerektiğini savunmuştur. SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s.167. Ancak bunun aksine mali ve hukuki belgelerin araştırılması yükümlülüğünün maliyetleri artırdığını ve zaten halka açık şirket konumunda olmayan girişimci şirketler için büyük bir maliyete katlanma zorunluluğu doğuracağına dair görüş için bkz. Mashburn, D.: *The Anti-Crowd Pleaser: Fixing the Crowdfund Act's Hidden Risks and Inadequate Remedies*, 63 EMORY L. J. 2013, V.63, I.1, s.157.

¹⁵⁶ Korkmaz, s.41. RC&227.301(b). Kitle fonlaması aracısının, ihraç edilen menkul kıymetlerin kaydının ihraççı tarafından doğru tutulduğuna dair de araştırma yükümlülüğü bulunmaktadır. Burada da makul şüphe olmadığı sürece ihraççının beyanı esas alınır.

¹⁵⁷ Schwartz, A. A.: *The Gatekeepers of Crowdfunding*, Washington and Lee Law Review 2018, V.75, N.2 (*Gatekeepers*), s.931.; Manavgat (Kitle Fonlaması), 769.

Fonlama portalları, mezkûr yükümlülüklerini üç temel durumda ihlal eder. Bunlardan ilki, açıklanan bilginin dolandırıcılık niteliğini haiz olduğunun platform tarafından bilinmesi ancak önlem alınmamasıdır. Bir diğeri, ihraççı tarafından dolandırıcılık yapıldığına dair ciddi bir düşüncesinin var olmasına rağmen buna ilişkin bildirimde bulunmamasıdır. Sonuncusu ise platformun yeterli araştırma yapmadan sermaye piyasası aracına ilişkin öneride bulunmasıdır ¹⁵⁸ . ABD hukukunda platformlara, girişimcinin hukuki ve mali belgelerinin doğruluğuna dair bir değerlendirme yapma yükümlülüğü yükletilmemiştir. Zira böyle bir yükümlülük teorik olarak yatırımcının korunmasına hizmet etse bile girişimci açısından büyük bir maliyete neden olacaktır. Diğer taraftan yeterli bilgi ve deneyime sahip olmayan kitle fonlaması yatırımcılarının ilgili belgelere dair değerlendirmelere dayanarak yatırım kararı verdikleri söylenemez ¹⁵⁹ . Ek olarak, RC & 227.503 uyarınca bazı kişilerin girişimci olarak kitle fonlaması istisnasından yararlanamayacağı ve aracılara bu durumun araştırılmasına dair gözetim yükümlülüğü yükletilmiştir.

b. Yatırımcı İçin Hesap Açma Yükümlülüğü

RC & 227.302.(a)'ya göre yatırımcının kitle fonlaması platformları aracılığıyla sermaye piyasası aracı edinebilmesi için platform nezdinde bir hesap oluşturması ve kendisine yapılacak bildirimlere ilişkin platforma onay vermesi gerekmektedir; aksi takdirde kitle fonlaması sürecine dâhil olamaz ¹⁶⁰ . SEC platformlara, yatırımcılara

¹⁵⁸ Bradford, C. S.: *Shooting The Messenger: The Liability Of Crowdfunding Intermediaries For The Fraud Of Others*, Un. of Cin. L. R. 2014, V.83 (*Liability*), s. 373.

¹⁵⁹ Armour J./ Enriques L. (*Promise and Peril*), s. 34.

¹⁶⁰ RC & 227.302.(a)(2) hükmüne göre aracı, ilgili düzenlemenin C alt bölümünde belirtilen tüm bilgileri elektronik yollarla sağlamalıdır. Bunlar eğitim materyalleri, bildirimler ya da teyitleri içerebilir ancak bildirilecek bilgiler bunlarla sınırlı değildir. İlgili bölümün C alt bölümü aksini belirtmedikçe, yapılacak bildirimler aracının web sitesinde yayımlanan bilgilere ilişkin özel bir elektronik mesaj yoluyla iletilecektir. Elektronik mesajlar e-posta, sosyal medya mesajları, anlık mesajlar veya diğer elektronik medya mesajları olabilir ancak bunlarla sınırlı değildir.

verilecek bilgilerin hangi iletişim kanallarıyla yapılacağına dair esneklik sağlamıştır ve bilgilerin elektronik posta vasıtasıyla iletilebileceğini düzenlemiştir¹⁶¹. Bunun yanında, platformun aracılık faaliyetleri kapsamında elde edeceği geliri belirtme zorunluluğu bulunmaktadır¹⁶².

c. İşlemlere İlişkin Gereksinim Yükümlülükleri

RC & 207.303(a)'ya göre aracılar, ihraççının aydınlatma yükümlülüğü kapsamında açıkladığı bilgileri yatırımcılara ve SEC'e aktarmak zorundadır. Bu itibarla açıklanan bilgiler platformlar vasıtasıyla halka açık hale gelir. Yatırım talepleri ihraçtan 21 gün önce alınmaya başlanır¹⁶³. Aracının, yatırımcının yatırım limitlerine uyup uymadığına dair bir araştırma yapma yükümlülüğü bulunmamaktadır ancak bu konuya dair bir şüphe varsa araştırılmalıdır¹⁶⁴. Buna ek olarak, yatırımcının kampanya sürecinin sona ermesinden önceki 48 saate kadar yatırımından cayma hakkı bulunmaktadır¹⁶⁵.

Kitle fonlaması platformlarına ilişkin bir önemli yükümlülük ise yatırımcıların ihraççılarla ya da diğer yatırımcılarla iletişim kurmasını sağlamalarıdır¹⁶⁶. Bu yükümlülük yatırımcıların mezkûr sermaye piyasası aracına ilişkin bilgi alışverişinde bulunmasına imkân sağlayıp ilgili hizmet ya da ürün hakkında daha yetkin olmasına

¹⁶¹ SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s.193.

¹⁶² RC & 207.302(d)

¹⁶³ RC & 227.303.a(1)(2)(3)

¹⁶⁴ RC & 227.303(b)(1), (2)(İ) hükmü uyarınca aracının, kendisinin yatırımcıya sunduğu eğitim materyallerini incelendiğini, yatırımın tamamının kaybedilebileceğini ve yatırım kaybını karşılayacak mali durumda olduğunu anladığını belirten beyanı alma yükümlülüğü bulunmaktadır.

¹⁶⁵ RC & 227.304(a)

¹⁶⁶ RC & 227.303(c), Aynı maddenin birinci fıkrasına göre kitle fonlaması aracısı geniş yetkili aracı değilse iletişim kanallarına katılamaz.

yardımcı olur ve yatırımcıları dolandırıcılık riskinden de korur¹⁶⁷. İletişim kanallarının bir başka faydası ise insanların grup halinde karar vermesini sağlamaktır. Zira bireysel değerlendirme ile verilen karar grup değerlendirmesine göre daha öznel nitelikte olabilir.

RC & 227.300.(e)(2)'ye göre kitle fonlaması aracılarının elde edilen fonları kampanya sürecinin sonuna kadar saklanması, nemalandırılması, geri verilmesi ya da girişimciye aktarılması için geniş yetkili aracıya, bankaya ya da kredi birliğine yönlendirmesi gerekir. İşlemlerin yetkili 3. kişiler tarafından kitle fonlaması aracısının talimatı üzerine gerçekleştirileceğine dair yazılı bir taahhüt alınmaktadır. Aynı maddenin 3. fıkrasına göre kitle fonlaması aracıları, elde edilen nakdin ihraççıya aktarılması, belirtilen tarihte hedeflenen fon miktarına ulaşamaması ya da cayma hakkının kullanılması halinde ise yatırımcıya iadesi konusunda yetkili kuruluşa talimat vermekle yükümlüdür¹⁶⁸.

d. Çıkar Çatışmasını Önleme Yükümlülüğü

RC kitle fonlama portallarına, üst düzey görevlilerine, pay sahiplerine ve çalışanlarına aracılık yapılan ihraçlara ilişkin yatırım yapmalarını yasaklanmıştır¹⁶⁹. Bu kuralın getirilmiş olmasının nedeni, portalların ya da yakın ilişkisi olan kişilerin aracılık yaptığı kampanya lehine davranışlarda bulunarak suni bir fiyat oluşmasını, bir başka deyişle çıkar çatışmasının ortaya çıkmasını önlemektir.

¹⁶⁷ Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.134. RC & 227.303.(d)'ye göre aracı, bir yatırımcıdan yatırım taahhüdü aldığı anda, yatırımcıya, taahhüdün tutarını, ilgili menkul kıymetlerin fiyatını, ihraççının adını ve hangi tarihe kadar yatırım taahhüdünden cayma hakkının kullanılabileceğini gösteren bir bildirimde bulunmalıdır.

¹⁶⁸ Korkmaz, s.39.

¹⁶⁹ RC & 227.300(b)

II.AB'DE KİTLE FONLAMASI

A. Tüzük Öncesi Çalışmalar

1. 2014/172 Sayılı İnceleme Raporu

Avrupa Komisyonu, 2014 yılında kitle fonlamanın uygulanabilirliğini ortaya koymak için bir metin yayımlamıştır¹⁷⁰. İlgili metinde kitle fonlaması kavramı tanımlanmış, kitle fonlamanın, ekonominin büyümesi için önemli bir araç olduğu sayısal verilerle açıklanmış, böylece hem erken aşama girişim şirketlerinin fonlanması hem de yatırımcıların önemli getiri sağlayabileceği vurgulanmıştır¹⁷¹.

2. Sermaye Piyasaları Birliğinin Oluşturulması Hakkında Yeşil Rapor ve Hareket Planı

Avrupa Paramentosunun birlik düzeyinde sermaye piyasaları birliğinin kurulmasına ilişkin vermiş olduğu kararda, sermaye piyasası birliğinin kitle fonlaması düzenlenmesine ilişkin uygun bir ortam oluşturması gerektiğini vurgulamıştır. Buna ek olarak kararda, kitle fonlamanın faydalarının sayılması suretiyle düzenlemenin gerekliliğinin altı çizilmiştir¹⁷². Plan, birlik içerisinde kurulan işletmeleri ele alarak,

¹⁷⁰ European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and Committee of Regions: Unleashing The Potential of Crowdfunding in the European Union, COM(2014) 172 Final, 2014.(https://eur-lex.europa.eu/resorce.html?uri=cellar:3e0b89b3-b6eb-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0002.01/DOC_1&format=PDF). (Son Erişim Tarihi: 31.03.2021).

¹⁷¹ Diğer taraftan, ilgili belgede kitle fonlaması hakkındaki zorluklara da değinilmiştir. Bu zorluklar kitle fonlamanın potansiyel risklerinin hem yatırımcı hem de proje sahibi açısından yüksek olmasıdır. Yatırımcı açısından risk finansal getiri tahmininin yapılmasındaki zorluk ve dolandırılma durumudur. Proje sahibi açısından en büyük risklerden biri fikri mülkiyet haklarının korunmamasına ilişkindir.

¹⁷² EUROPEAN PARLIAMENT, European Parliament resolution of 9 July 2015 on Building a Capital Markets Union, 2015. Erişim Adresi: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2015-0268_EN.html?redirect.(Son Erişim Tarihi: 31.03.2021).

47. paragraf uyarınca düzenlenmede hangi hususlara dikkat edilmesi gerektiği ortaya koyulmuştur. Bu bağlamda girişimcilere bankalar dışında (peer to peer lending de dâhil olmak üzere) ayrı bir nakit aracının elzem olduğu ancak ilgili düzenlemenin yatırımcının korunması menfaatini ihlal etmemesi gerektiği vurgulanmıştır.

özellikle de küçük ve orta ölçekli işletmeler ve uzun vadeli projeler için girişimci lehine nakdi artırıp çeşitlendirerek yatırım sıkıntısının üstesinden gelmeyi, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar için daha fazla seçenek ile daha iyi getiri sağlamayı amaçlamaktadır¹⁷³.

3. 2016/154 Sayılı Avrupa Komisyonu Raporu

Avrupa Komisyonu Mayıs 2016'da kitle fonlaması konusundaki ulusal rejimlerin incelenmesi, en iyi uygulama kurallarının tespiti ve kitle fonlaması piyasasının derinleşmesi ve genişlemesi bağlamında elde edilen verilerin değerlendirilmesi amacıyla bir rapor hazırlamıştır. Raporda kitle fonlaması nakit sağlama modelinin güncel durumu, potansiyel riskleri, sermaye yatırımı, borçlanma modelinin ayrımı ve özellikleri ile sınır ötesi uygulamalar ele alınmıştır¹⁷⁴. Raporun sonuç bölümünde kitle fonlaması faaliyetlerinin halen küçük ölçekli ancak gelişmekte olduğu; finans ekosistemi açısından yenilikçi olduğu ve finansal hizmetlerin dijital ortamlara taşınması açısından önem arz ettiği vurgulanmıştır¹⁷⁵.

4. Avrupa Komisyonu Fintek Eylem Planı

¹⁷³ Klöhn, L.: *Work on Crowdfunding, The Economics of Crowdfunding; Startups, Portals and Investor*, Springer 2018, s.219.

¹⁷⁴ EUROPEAN COMMISSION, Commission Staff Working Document: Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, SWD(2016) 154 final, 2016. Erişim Adresi: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf. (Son Erişim Tarihi: 31/03/2021).

¹⁷⁵ EU Communication 2016/54, s.30-31.

Komisyon sonuç bölümünde, kitle fonlamasının gelişimini ve yatırımcının korunmasını sağlamak için birlik ya da ulusal düzeyde düzenleme yapılması gerektiğini vurgulamıştır. Komisyona göre ulusal düzeyde yapılan düzenlemelerin amacı iç pazarı korumaktır. Çalışmanın yapıldığı zaman ele alındığında, komisyon kitle fonlaması finansman aracının ulusal niteliğinin doğası gereği ağır bastığını ortaya koymuştur. Girişimcilerin fonlanması bakımından işlem hacminin yeterli düzeyde olmadığından bahisle birlik düzeyinde bir müdahaleye gerek duymamıştır. Komisyon, kitle fonlamasının ulusallık özelliğinin yanında gelişmekte olduğunu ele almış ve gelişmelerin ilgili kurumlarla yılda 2 defa iletişim kurarak yakından takip edilmesi gerektiğini savunmuştur. Komisyon, takibin ulus ötesi gelişmeleri, yatırımcının korunması menfaatini ele alarak sürdürülmesi gerektiğini vurgulamıştır.

2018 yılında yayımlanan fintek¹⁷⁶ eylem planında ise fintek kavramının tanımı yapılmış, hizmetleri sayılmıştır. Kitle fonlamasına ilişkin olarak Birlik düzeyinde düzenleme yapılmasının gerekliliği ortaya konulmuştur¹⁷⁷. Bu bağlamda AB’de bulunan bazı ülkelerin ulusal nitelikteki düzenlemelerinin birbiriyle çatışması bir sorun olarak görülmüştür. Dolayısıyla tüm AB ülkelerini kapsayacak bir düzenlemenin varlığı hem yatırımcının korunmasını hem de girişimcilerin kitlelerle buluşmasını sağlayacağı ifade edilmiştir¹⁷⁸.

5. Tüzük Taslağı

Kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının hizmetlerine ilişkin düzenlenen Tüzük Taslağı Avrupa Komisyonu tarafından yayımlanmıştır¹⁷⁹. Tüzük Taslağı’nın amacı, 2008 finansal krizinden sonra fonlanma açısından sorun yaşayan girişimcilerin kaynak bulmasına yardımcı olan kitle fonlaması faaliyetlerinin (pay ve borçlanma modeli kapsamında) ulusal düzeyde kalmasını engelleyerek girişimcilere daha geniş kitlelerden kaynak bulma şansının verilmesidir¹⁸⁰. Yeknesak bir düzenlemenin olmaması yatırımcının korunması kapsamında hangi hukukun uygulanacağına dair bir karışıklığa neden olmuştur. Bu karışıklık yatırımcıları yatırım yapma konusunda endişelendirmiştir. Hizmet sağlayıcıları açısından bakıldığında da, yatırımcıların

¹⁷⁶ Fintek kavramına ilişkin Kitle Fonlaması Tanımı başlığına bakınız, Birinci Bölüm I(A).

¹⁷⁷ EUROPEAN COMMISSION, FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector, COM(2018) 109 final., 2018 Erişim Adresi:<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0109&from=EN>.(Son Erişim Tarihi:01.04.2021) (“FinTech Eylem Planı”).

¹⁷⁸ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0109&from=EN> (Son Erişim Tarihi: 01.04.2021).

¹⁷⁹ 08/03/2018 Tarihli ve 2018/0048 sayılı Avrupa Kitle Fonlaması Hizmet Sağlayıcıları Tüzük Taslağı.

¹⁸⁰ EU Proposal for a Regulation on Crowdfunding, Explanatory Memorandum, s.2.

bulunduğu ülkelerin düzenlemelerine de uyum sağlanması gerekeceğinden maliyetleri arttırmıştır¹⁸¹.

Sonuç olarak, Avrupa Komisyonu kitle fonlamasını bir fintek hizmeti olarak görmüştür. Kitle fonlaması ekosisteminin gelişimini yakın tarihe kadar izleyip Birlik düzeyinde bir düzenleme yapmamıştır (*regulatory sandbox*). Komisyon, izlenimleri doğrultusunda yatırımcı, platform ve girişimcinin menfaatlerini dikkate almıştır. Bu durumda yatırımcı açısından yatırımcının korunmasını, platform açısından tek bir hukuk düzenine bağlı kalarak işlem yapmasını, girişimci açısından ise yatırımcı portföyünü genişletme imkânını sağlamıştır.

B. 2020/1503 Sayılı AB Kitle Fonlaması Tüzüğü

1. Genel Olarak

Birlik düzeyinde kitle fonlamasına ilişkin yeknesak düzenleme, Tüzük olarak 7 Ekim 2020’de yürürlüğe girmiştir. Tüzüğün genel gerekçe kısmında sürece ilişkin önemli bilgiler hüküm altına alınmıştır. Tüzük 9 bölümden oluşmaktadır¹⁸². Çalışmamızın bu kısmında Tüzük’te yer alan açıklayıcı notlarla Tüzüğ’ün genel hükümleri değerlendirilecektir.

Açıklama kısmının ilk bölümünde, kitle fonlamasının temel işlevi ve amacı açıklanmıştır. Buna göre Tüzük, küçük ve orta büyüklükteki girişimlerin kaynak bulma sorunlarının kitle fonlaması vasıtasıyla çözüleceğini, sürecin kitle fonlaması

¹⁸¹ EU Proposal for a Regulation on Crowdfunding, Explanatory Memorandum, s.5.

¹⁸² 1- Genel Hükümler, 2-Kitle Fonlaması Hizmetlerinin Sağlanması ve Hizmet Sağlayıcılarının Organizasyonel ve Operasyonel Gereksinimleri, 3-Hizmet Sağlayıcılarının Denetlenmesi ve Yetkilendirilmesi, 4-Yatırımcının Korunması, 5-Pazarlama İletişimi, 6-Yetkili Kurum ve ESMA, 7-İdari Tedbirler ve Cezalar, 8-Yetki Devri, 9-Nihai Hükümler.

hizmet sağlayıcıları vasıtasıyla yürütüleceğini ve hizmet sağlayıcının da yatırımcıların ve girişimcilerin isteklerini gerçekleştirebileceğini açıklamaktadır. Buradaki en önemli husus, ABD hukukunun aksine, proje sahiplerine paya dayalı modelin yanında borçlanmaya dayalı modeli de benimseme imkânının verilmesidir¹⁸³. Bu imkân aynı zamanda hizmet sağlayıcılarının iş modellerini çeşitlendirmesine hizmet etmektedir¹⁸⁴. Bunun yanında Tüzüğün ana unsuru Taslakta olduğu gibi kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarıdır¹⁸⁵. Görüldüğü üzere Tüzük, ABD'deki düzenlemelerin aksine borçlanma modeline dayalı kitle fonlamasına da izin vermiştir. Kitle fonlaması sürecindeki taraflar; proje sahibi, yatırımcı ve kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarıdır¹⁸⁶.

Birlik düzeyinde bir Tüzüğün çıkarılması, uyum sağlanması gereken hukuk düzeni açısından yeknesaklığı sağlamış ve uyum maliyetlerini azaltmıştır. Diğer taraftan yatırımcılar açısından kitle fonlaması sürecine hangi hukuk kurallarının uygulanacağına dair tereddütleri sona erdirmiştir¹⁸⁷. Tüzüğün amacı, kitle fonlaması kampanyasının birlik düzeyinde gerçekleşmesine imkân tanıyarak girişimcilerin nakde daha kolay erişmesini sağlamak ve yatırımcıları korumaktır¹⁸⁸.

Tüzüğün konusu, uygulama alanı ve uygulanacak istisnalar birinci bölümün birinci maddesinde düzenlenmiştir¹⁸⁹. Burada girişimci adına ihraç sınırı

¹⁸³ EU Regulation 2020/1503 Of The European Parliament And Of The Council, Dibase, md. 1.

¹⁸⁴ Küçükgüngör, s.184.

¹⁸⁵ Manavgat (Kitle Fonlaması), s.770.

¹⁸⁶ EU Regulation 2020/1503 Of The European Parliament And Of The Council, Dibase, md. 2.

¹⁸⁷ EU Regulation 2020/1503 Of The European Parliament And Of The Council, Dibase, md. 6. Diğer taraftan karışıklıkları önlemek adına tüketici işlemleri ve ICO (*Initial Coin Offering*) kapsamına giren hukuki işlemler tüzüğün uygulama alanından çıkarılmıştır. Dibase, m.15

¹⁸⁸ EU Regulation 2020/1503 Of The European Parliament And Of The Council, Dibase, md. 7.

¹⁸⁹ Tüzüğün konusu, kitle fonlaması hizmetlerinin sağlanması, kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının organizasyonu, yetkilendirilmesi ve denetlenmesi, kitle fonlaması platformlarının işletilmesi ve Birlik içinde kitle fonlaması hizmetlerinin sağlanmasıyla ilgili şeffaflık ve pazarlama iletişimi için tek tip

belirlenmiştir. Buna göre girişimci, on iki aylık dönemde en fazla 5 milyon Euroya kadar fon toplayabilecektir. İhraç sınırı, İzahname Tüzüğü'ndeki¹⁹⁰ izahname hazırlama yükümlülüğünün istisna hükmü ile uyum göstermektedir. İhraç sınırı belirlenirken yatırımcının korunması ve pazarın işlerliği menfaatleri göz önünde bulundurulmuştur¹⁹¹. Bunun yanında, Tüzük'te borçlanma ve sermaye yatırımı modeli kapsamında izin verilen araçlar¹⁹² dışındaki araçların kullanılması yasaklanmıştır [AB Tüzüğü m. 1(2)(b)].

Birinci bölümün ikinci maddesinde ise tanımlara yer verilmiştir¹⁹³. Tanımlara ilişkin göze çarpan ilk husus paya dayalı modelin benimsendiği kampanyalarda hangi sermaye piyasası araçlarının kullanılacağına ilişkindir. Kullanılabilen araçlar; devredilebilir sermaye piyasası araçları (*transferable securities*) ile kitle fonlaması amacıyla kullanılması için izin verilen diğer araçlar (*admitted instruments for crowdfunding purposes*) olmak üzere ikiye ayrılmıştır.

gereksinimleri ortaya koymaktadır. Görüldüğü üzere tüzüğün konusu “kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları” üzerine yoğunlaşmıştır.

Tüzüğün uygulanmadığı durumlardan biri; kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının 2013/36/EU Direktifi uyarınca kredi kurumu olarak yetkilendirilmedikçe proje sahipleri ve yatırımcılar için bir kredi kurumu gibi yetkilendirme yapamayacağı ve muafiyet sağlayamayacağına ilişkindir.

¹⁹⁰ 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.

¹⁹¹ EU Regulation 2020/1503 Of The European Parliament And Of The Council, Dıbase, md. 11.

¹⁹² Sermaye piyasası araçları Mifid II Direktifinde düzenlenmiştir. Paya ve borçlanmaya dayalı modelde de mezkûr sermaye piyasası araçları kullanılacaktır. Ancak kitle fonlaması için özel bir sermaye piyasası aracı da oluşturulmuştur. AB hukukundaki sermaye piyasası araçları düzenlemesi için bkz. 204. Dipnot.

¹⁹³ Müşteri(*Client*), proje sahibi ve müstakbel ya da potansiyel yatırımcı olarak tanımlanmıştır. Kredi(*Loan*), bir yatırımcının, üzerinde anlaşmaya varılan bir süre için bir proje sahibine kararlaştırılan miktarda parayı kullandığı ve böylece proje sahibinin, tahakkuk eden faizle birlikte bu tutarı yatırımcıya geri ödemek için koşulsuz bir yükümlülük üstlendiği bir anlaşma anlamına gelir.

Kredilerin bireysel portföy yönetimi (*Individual Portfolio Management of Loans*), özgün kredi veren bir yatırımcının önceden belirlenmiş bir miktar fonunun kitle fonlaması hizmet sağlayıcısı tarafından, kitle fonlaması platformundaki bir veya birden fazla kitle fonlaması projesine verilen bireysel yetki uyarınca tahsis edilmesi anlamına gelir.

Devredilebilir sermaye piyasası araçları 2014/65/EU (*Mifid II*) Direktifinin dördüncü bölümünün birinci fıkrasında gösterilmiştir¹⁹⁴. Kitle fonlaması amacıyla kullanılmasına izin verilen diğer araçlar ise üye devletlerin kanunlarına göre kurulmuş olan özel nitelikli sermaye şirketlerinin (*private limited liability company*) paylarıdır¹⁹⁵. Ancak bu paylar üzerinde devir kısıtlaması olmamalıdır. Zira sermaye piyasası araçlarının temel özelliklerinden biri de tedavül gücünün yüksek olmasıdır. Bu bağlamda Tüzük, devredilebilir yani tedavül kabiliyetini haiz araçların kullanılmasına izin vermektedir. Diğer taraftan ABD’de özel nitelikli sermaye şirketi paylarının “yatırım sözleşmesi” olup olmadığı *Howey* testini¹⁹⁶ geçmesine bağlıdır ve mezkûr payların genellikle *Howey* testi şartlarını taşıdığı görülmektedir¹⁹⁷. ABD’de bahsi geçen payların sermaye piyasası aracı niteliğini haiz olup olmadığına dair görüş birliği bulunmamakla beraber somut olayın özelliklerine göre bir nitelendirme yapılmaktadır¹⁹⁸.

2. Kitle Fonlaması Hizmetlerinin Sağlanması ve Hizmet Sağlayıcılarının Organizasyonel ve Operasyonel Gereksinimleri

¹⁹⁴ Directive 2014/65/EU Of The European Parliament and Of The Council, 15 May 2014, Art.44.

Devredilebilir sermaye piyasası araçları ödeme araçları haricinde aşağıda sıralananlar gibidir;

. Pay ya da payla eşdeğer menkul kıymetlerle paya bağlanan depo sertifikaları,

. Tahvil ya da borcu temsil eden menkul kıymetleştirilmiş değerleri bu menkul kıymetlere bağlı çıkarılan depo sertifikaları,

. Yukarıda belirlenen devredilebilir menkul kıymetleri alma veya satma hakkı veren veya para birimleri, faiz oranları ya da getiriler, emtialarla beraber diğer hendeckler ve ölçüler kıstas alınarak belirlenen bir nakit ödemeye olan açan diğer sermaye piyasası araçları.

Öte yandan, devredilebilir özelliğinin vurgulanmasının sebebi yatırımcının korunması açısından önem arz etmesidir çünkü yatırımcı yatırımından çıkmak isteğinde sermaye piyasası araçları likidite sağlar.

¹⁹⁵ EU Regulation 2020/1503, 2(1)(n) Üye Devletlerin ulusal hukukuna göre kurulmuş bazı özel sınırlı sorumlu şirketlerin hisseleri de sermaye piyasalarında serbestçe devredilebilir ve bu nedenle bu Tüzük kapsamına dâhil edilmeleri engellenmemelidir.

¹⁹⁶ *Howey* Testine ilişkin açıklamalar için bkz. 1. Bölüm IV/F başlığı s.36.

¹⁹⁷ Yanlı (Yatırım Sözleşmeleri), s.27.

¹⁹⁸ Steinberg, M. I. / Conway, K. L.: *The Limited Liability Company as a Security*, Pepperdine Law Review 1992, V. 19, s.1112. İlgili yayımda limited şirket paylarının sermaye piyasası aracı niteliğine sahip olmamasında pay sahiplerinin konumunun da önemine vurgu yapılmıştır. Buna göre pay sahibinin şirket yönetiminde söz sahibi olmaması ya da şirketin işleyişi, işletme konusu hakkında bilgi ve tecrübe sahibi olup olmadığına bakılmaktadır.

Tüzüğün odak noktası kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları olduğundan hizmet sağlayıcılarının hizmetleri ve yükümlükleri detaylı bir şekilde düzenlenmiştir. Kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının kitle fonlaması kampanyalarını yürütmesi için Birlik üyesi bir devletin kanunlarına göre kurulmuş olması gerekmekte beraber kitle fonlaması hizmet sağlayıcısı olarak birlik düzeyinde yetkili kurum tarafından yetkilendirilmesi gerekmektedir [AB Tüzüğü m. 3(1)]. Hizmet sağlayıcılarının adil, dürüst ve profesyonel açıdan yatırımcıların ve proje sahiplerinin yararlarını gözetme yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu genel nitelikteki yükümlülükler, Tüzüğün hizmet sağlayıcılarının etkili ve basiretli davranmaları gerektiğini göstermektedir. Kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının; pazarın bütünlüğünü ve müşterilerinin çıkarlarını teşvik edecek şekilde görevler ayrılığı, iş sürekliliği ve çıkar çatışmalarının önlenmesi dâhil, etkili ve basiretli yönetimi sağlamak için yeterli politika ve prosedürler oluşturması ve uygulaması gerekir [AB Tüzüğü m. 4(1)].

Kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları yatırımcıları korumak adına özellikle risk yönetimini sağlamalı ve menfaat çatışmasını engellemelidir. Riskin saptanması bağlamında riski sektöre ya da kredi oranlarına göre belirleyebilir ancak, riskin saptanmasını öne sürerek yatırım danışmanlığı yapamazlar. Zira hizmet sağlayıcısı tarafsız olmalıdır¹⁹⁹. Ek olarak, kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları, kitle fonlaması teklifini adil olacak şekilde değerlemelidir²⁰⁰. Öte yandan, borçlanma modelinin

¹⁹⁹ EU Regulation 2020/1503 of The European Parliament And Of The Council, Dıbase, md. 19.

²⁰⁰ EU Regulation m. 4(4)'te teklifin değeri belirlenirken dikkat etmesi gereken unsurlar hükme alınmıştır. Buna göre;

- a) Kitle fonlaması teklifi yapılmadan önce makul bir risk değerlendirilmesi yapılmalı,
- b) Bu risk değerlemesi aşağıdaki bilgiler ışığında yapılır,
- i) Son 2 yılı baz alan denetimden geçmiş muhasebe kayıtları,
- ii) Kredi riski değerlemesi yapıldığına dair bilgi,
- iii) Uygun düştüğü ölçüde girişimciden bilgi alınması,
- iv) kitle fonlaması hizmet sağlayıcısının makul bir kredi riski değerlendirmesi yapmasını sağlayan bilgiler.

benimsenmesi durumunda, kredi değerlemesinin adil olmasını sağlamak adına hizmet sağlayıcısının ilgili krediye ilişkin Tüzük m. 6'da belirlenen gereksinimlerin en az ikisine uygun olarak karar vermesi gerekmektedir²⁰¹.

Tüzük yatırımcıların korunması açısından hizmet sağlayıcılarına özen yükümlülükleri getirilmiştir. Girişimcilerin araştırılması bu yükümlülüklerin örneklerinden biridir. Kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının proje sahiplerine dair asgari düzeyde araştırma yükümlülükleri bulunmaktadır²⁰². Araştırma yükümlülüğünün haricinde, yatırımcılar ve proje sahiplerinin şikâyetleri ile ilgilenme ve sonuçlandırma yükümlülükleri bulunduğundan, yatırımcı ve proje sahiplerinin şikâyetlerini dile getirebileceği şeffaf, adil bir uygulama ortaya koyulmalıdır [AB Tüzüğü m. 7].

Kitle fonlaması sürecine ilişkin diğer bir önemli yükümlülük ise gerek girişimciler gerek yatırımcılar açısından menfaat çatışmasını engellemektir²⁰³. Kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının kendi platformları üzerinden gerçekleştireceği kitle

²⁰¹ İlgili maddeye göre kredinin aşağıdaki parametreleri haiz olması gerekmektedir;

a)Asgari ve azami faiz oranı,
b)Asgari ve azami vade tarihi,
c)Krediler için geçerli olan tüm risk kategorilerinin aralığı ve dağılımı,
d)Yıllık bir hedef yatırım getiri oranı önerildiği takdirde seçilen kredilerin yatırımcının hedef orana makul bir kesinlikle ulaşmasını sağlama olasılığı.

²⁰² Bu yükümlülükler Tüzük m. 5 te “*due diligence*” başlığı altında düzenlenmiştir. Buna göre;

i)Proje sahibinin ticaret hukuku, iflas hukuk, finansal hizmetler hukuku, kara para aklama kanunu, dolandırıcılık hukuku, mesleki sorumluluk hukuku kapsamında bir ceza hükmünün olup olmadığı,
ii)Proje sahibi şirketin birlik politikaları uyarınca işbirliği içinde olmadığı ya da yüksek riskli bir üçüncü ülkenin tebası olup olmadığının araştırılması gerekmektedir.

²⁰³ Menfaat çatışması, kişisel menfaat ile profesyonel yükümlülük arasında çıkan uyumsuzluktur (<https://www.investopedia.com/terms/c/conflict-of-interest.asp>)(Son Erişim Tarihi: 11.09.2021). Sermaye Piyasası Hukukunda menfaat çatışması kuralları genel olarak, azınlık pay sahiplerini, oy gücüne, yönetim kurulunda temsil gücüne sahip ya da önemli etkiye sahip olabilecek bir tarafa karşı korumayı hedeflemektedir. (<https://www.osc.ca/en/industry/companies/mergers-and-acquisitions/conflict-interest-transactions>)(Son Erişim Tarihi: 11.09.2021). Menfaat çatışmasının kitle fonlamasında görünümünü incelemeyen önce yatırımcıların çoğunlukla nitelikli yatırımcı olmadığı dikkate alınmalıdır. Platformların aracılık yaptığı kampanyalara yatırım yapabilmesi durumunda şüphesiz yatırımcılar bu projelere daha çok ilgi gösterecektir. Bu durumda girişimcilerin danışmanlık hizmeti kisvesi altında muvazaalı bir şekilde platformların kendilerine sözde yatırım yapmalarını sağlayarak piyasa aksaklığına neden olmaları gündeme gelebilir. Düzenleyici kurumlar bu riski hesaba katarak menfaat çatışmasını engelleyici kurallar öngörmüştür.

fonlaması sürecine katılması yasaklanmıştır [AB Tüzüğü m. 8(1)(2)(3)]. Projeyi yürütememenin haricinde, kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının menfaat çatışmalarını engellemek için etkili dâhili kurallar oluşturarak iç kontrolü sağlamaları gerekmektedir. Bu itibarla platformlar, menfaat çatışmasına ilişkin yazılı menfaat çatışması politikası oluşturarak ve yönetim kurulu tarafından yetkilendirilecek denetçi vasıtasıyla iç kontrolü sağlayarak menfaat çatışmasına ilişkin yükümlülükleri yerine getirmiş olacaklardır.

Kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları bazı hizmetleri dışardan alabilir. Ancak, dışarıdan hizmet alınması yatırımcılar için harici risk teşkil etmemelidir [AB Tüzüğü m. 9(1)]. Bu riskler toplanan fonun güvenli bir şekilde saklanmasına, iletişim kanallarının işlerliğine ilişkin olabilir. Dolayısıyla bazı hizmetlerin üçüncü kişiler tarafından yürütülmesi kitle fonlaması hizmetinin kalitesinin düşmesine neden olmamalıdır. Bu itibarla hizmet sağlayıcılarının üçüncü kişilerin verdiği hizmeti de değerlendirmesi gerekir. Başka bir ifade ile yatırımcının tam ve doğru bilgi almasını ya da korunmasını engelleyecek bir durumu bertaraf etmesi gerekir. Dolayısıyla üçüncü kişilerin kitle fonlaması kapsamında borçlarını ifa ederken Tüzüğe uygun davranmasından kitle fonlaması hizmet sağlayıcısı sorumludur. Bu itibarla risk hizmet sağlayıcısının üzerindedir. Dolayısıyla hizmet sağlayıcısının dışardan hizmet alımlarına ilişkin bir risk politikası oluşturması, politikaya uyumunun sağlanması ve üçüncü kişileri denetlemesi sorumluluktan kurtulmasına yardımcı olabilir. Yatırımcı tarafından aktarılan nakdin korunması ve ödeme sistemleri hizmetlerinin ifa edilmesi

konusunda da hizmet sağlayıcılarına yatırımcının korunması adına bazı yükümlülükler tesis edilmiştir²⁰⁴.

3. Kitle Fonlaması Hizmet Sağlayıcılarının Yetkilendirilmesi ve Denetlenmesi

Kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının kitle fonlaması süreçlerini yürütebilmesi için, kurulduğu ülkenin yetkili otoritesine başvuruda bulunup izin alması gerekmektedir. Bu durumda Almanya’da kurulmuş bir platform, AB düzeyinde kitle fonlaması hizmet sağlayıcısı olmak için Federal Finansal Denetleme Kurumu’ndan (*Federal Financial Supervisory Authority*), İtalya’da kurulmuş bir platform ise İtalyan Şirketler ve Borsa Komisyonu’ndan (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) bu izni almalıdır. Hizmet sağlayıcılarının başvuru aşamasında bazı bilgilendirme yükümlülükleri bulunmaktadır²⁰⁵. Kitle fonlaması hizmet

²⁰⁴ EU Regulation 2020/1503, 10. İlgili hüküm uyarınca kitle fonlaması hizmet sağlayıcısının varlık muhafazası ve ödeme sistemleri hizmetine ilişkin bilgilendirme koşulları şunlardır,

a) Geçerli ulusal yasalara yapılan atıflar dâhil olmak üzere bu hizmetlerin niteliği, hüküm ve koşullarına ilişkin bilgilendirme,

b) Bu hizmetlerin kendileri tarafından mı yoksa 3. kişiler tarafından ifa edilip edilmediği bilgilendirmesi yapılmalıdır.

Ödeme hizmetleri işlemlerinin kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları tarafından yürütülmesi durumunda varlıklar merkez bankası ya da 2013/36/EU direktifi uyarınca yetkilendirilmiş kredi kurumları nezdinde saklanmalıdır.

²⁰⁵ EU Regulation, m. 12(2). İlgili hüküm uyarınca kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının bilgilendirme yükümlülükleri kapsamı başlıca şu şekildedir;

a) Şirketin ticari ünvanı,

b) Hizmet sağlayıcısının yasal yapısı,

c) Esas sözleşmesi,

d) Hangi kitle fonlaması tipinin benimseneceği, teklifin nerde ve nasıl yapılacağına dair bilgi,

e) Tüzüğe uyumu gösterir yönetim düzeni ve iç kontrol mekanizmasının açıklanmasına dair bilgi,

f) Veri işleme sistemlerinin kontrolü ve korunmasına yönelik sistemlerin açıklanması,

g) Operasyonel risk yönetimi,

h) 11. maddeye uyumu gösterir açıklama,

i) 11. maddedeki gereksinimlerin karşılandığında dair açıklama,

j) Hizmet sağlayıcısının iş sürerliliğine dair açıklama,

k) Hizmet sağlayıcısının yönetiminden sorumlu gerçek kişilerin kimliği,

l) Yönetimden sorumlu kişilerin iyi bir itibarı, donanımı, tecrübesi ve yeterli bilgisi olduğuna dair açıklama,

m) Menfaat çatışmasını engelleyici nitelikli iç kuralların açıklanması,

n) 3. kişilerden hizmet alındığını gösterir anlaşma,

o) Müşterilerin şikâyetlerini iletebileceği bir prosedürün oluşturulduğuna dair açıklama,

sağlayıcılarının yetkili otoriteye karşı bilgilendirme ve açıklama yükümlülüğü adeta hizmet sağlayıcılarının daha kitle fonlaması kampanyaları başlamadan Tüzüğe uyumunu garanti altına almaktadır.

İlgili başvuru hizmet sağlayıcısı tarafından yapıldıktan sonra yetkili otorite usüle ilişkin araştırmaları yaparak yanıt verir. Başvurunun reddedilmesi durumunda red nedenleri nesnel sebeplere dayandırılarak açıklanmalıdır. Bu husus, hizmet sağlayıcı olarak hizmet vermeye gönüllü olan şirketlerin keyfi olarak yetkilendirilmemesinin önüne geçmektedir. Buradaki bir diğer önemli konu ise kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının birlik içerisinde ulus ötesi kampanyaları yürütmesine ilişkindir. Tüzüğe göre hizmet sağlayıcısının kitle fonlaması kampanyasını yürüttüğü diğer ülkelerde fiziken bulunmasına gerek yoktur²⁰⁶. Bu düzenleme hizmet sağlayıcısının maliyetlerinin artmasını engellemekle beraber çok sayıda kampanya yürütmesine yardımcı olmaktadır.

Hizmet sağlayıcılarının yetkili otoriteye karşı tek yükümlülüğü bilgilendirme ve açıklama yapmak değildir. Hizmet sağlayıcıları kitle fonlaması kampanyalarını yetkili otoritenin denetimi altında yürütürler. Bu denetim, hizmet sağlayıcısının Tüzüğe uyumuyla sınırlıdır. Öte yandan hizmet sağlayıcısı, her sene yürüttüğü projelerin listesini yetkili otoriteye bildirmekle yükümlüdür.

4. Yatırımcının Korunması

Tüzük'te yatırımcının korunmasına ilişkin hükümlerin çok büyük bir bölümü yatırımcının bilgilendirilmesi temeline dayanmaktadır. Düzenleyicinin tercihinin bu

p)Ödeme işlemleri hizmetlerinin kendisi ya da 3. kişi tarafından ifa edileceğine dair açıklama,

q)Bilgi formunda yer alan bilgilerin eksiksiz, doğru ve açık olduğuna dair açıklama,

r)Nitelikli olmayan yatırımcıların yatırım limitlerine uygun yatırım kararı aldığına dair prosedürün oluşturulmasına dair açıklama.

²⁰⁶ EU Regulation 2020/1503, Article 12(12). İlaveten, ulus ötesi kitle fonlamalarında bir irtibat noktası belirlenmeli ve bu durum yetkili makama belgeler sunulmalıdır.

yönde olmasının sebebi yatırımcı ve proje sahibi arasındaki bilgi asimetrisini asgari seviyeye düşürmektir²⁰⁷. Bu itibarla hizmet sağlayıcıları kendileri ile ilgili maliyetleri, finansal riskleri, hizmet sağlayıcılığına ilişkin ücretleri, kitle fonlaması kampanyası seçimine ilişkin kriterleri ve seçime ilişkin riskleri açık, adil ve doğru bir şekilde açıklamalıdır²⁰⁸. Zira kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının, kitle fonlaması projelerine dair kredi puanlarını belirleme ve kitle fonlaması tekliflerine dair fiyatlandırma önerisinde bulunma yetkileri de bulunmaktadır. Dolayısıyla suni fiyat oluşumunun önüne geçmek adına kredi puanlarını veya teklif fiyatlarını hesaplamak için kullanılan yöntemin bir açıklamasını sunmaları gerekecektir. Diğer taraftan hesaplama, denetlenmemiş tablolara dayanıyorsa bu durum açıkça belirtilecektir²⁰⁹.

Yatırımcıların korunmasına ilişkin önemli mekanizmalardan biri de yatırımcının bilgisini ve risk algısını saptama testidir. Bu test kapsamında yatırımcının kitle fonlaması için yatırım kararı almaya uygun olup olmadığı tespit edilmektedir²¹⁰. Yatırımcılar için yapılan testlerin sonucu yatırımcıya bildirilir, ancak testin sonucunda yatırımcının kitle fonlamasına katılmasının uygun görülmemesi durumunda yatırımcıya yatırım yapmasına ilişkin bir yasak getirilemez ve yatırımcı yatırım kararı alabilir. Diğer taraftan yatırım kararı almak, nitelikli olmayan yatırımcılar için çok ağır yükler getirebilir ve bu durumu bertaraf etmek için yatırım sınırı getirilmelidir²¹¹. Bu

²⁰⁷ Küçükgüngör, s.185.

²⁰⁸ EU Regulation 2020/1503, Article 19(1), 19(4) uyarınca bu bilgiler fonlanma işleminden önce müşterilere iletilmelidir.

²⁰⁹ EU Regulation, Article 19(6). Diğer taraftan, kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının krediye dayalı kampanyaları yürüttüğü durumlarda temerrüt faiz oranını web sitesi aracılığıyla açıklamalıdır.

²¹⁰ EU Regulation, Article 21. Yatırımcının ilgili yatırıma uygun olup olmadığını belirlerken kişinin tecrübesine, yatırım hedeflerine, finansal durumuna, risk algısına ilişkin bilgiler elde edilir ve değerlendirme yapılmaktadır. Finansal durum tespit edilirken, kişinin kayıplara dayanabilme gücü de tespit edilir. Bu tespit yapılırken potansiyel yatırımcının net varlığının %10'u hesap edilir. Net varlığı tespit etmek için kişinin düzenli ve toplam geliri, varlıkları, finansal yatırımları, gayrimenkulleri, emeklilik fonu, geçmiş ve gelecekteki finansal yükümlülükleri dikkate alınır. Bu itibarla yatırımcının yatırım geçmişine bakılır.

²¹¹ EU Regulation 2020/1503 of The European Parliament And Of The Council, Dibase, m.46; EU Regulation 21(7).

bağlamda nitelikli olmayan yatırımcılar için özellikli bir durum söz konusudur. Nitelikli olmayan yatırımcıların 1000 Euro'yu ya da net varlığının %5'ini geçen yatırımlarında, kitle fonlaması hizmet sağlayıcısının ilgili yatırıma ilişkin risk uyarısını yatırımcıya iletmesi gerekir. Ek olarak, hizmet sağlayıcısının yatırımcıdan açık bir rıza alarak yatırımcının yatırıma ilişkin riskleri anladığına dair bir kanıt oluşturması beklenmektedir²¹².

Proje sahiplerinin önemli bilgileri içeren yatırım bilgi formu hazırlaması gerekmektedir. Bilgi formunun düzenlenme amacı, yatırımcıların bilgi formundaki bilgilere erişerek bilinçli bir şekilde yatırım kararı vermesini sağlamaktır²¹³. Bilgi formu özellikle yatırımcıların haklarını, maliyetlerini, hangi sermaye piyasası araçlarına ya da izin verilen diğer araçlara sahip olacağını, kredi tekliflerine dair bilgileri içermektedir. Söz konusu bilgilerin açık, doğru ve eksiksiz olduğuna dair sorumluluk hizmet sağlayıcısına aittir²¹⁴. Hizmet sağlayıcısının bilgi formuna ilişkin ihmal, hata veya yanlış görmesi ve bu ihmal, hata ya da yanlışın beklenen getiri hakkında önemli bir etkiye sahip olması durumunda yanlışlık düzeltilmelidir. Aksi takdirde kampanya askıya alınmalı ya da iptal edilmelidir. Bilgi formunda olması gereken bilgiler kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları tarafından sağlanır. Bununla birlikte bilgi formu proje sahibi tarafından hazırlansa da yatırımcının korunması adına kitle fonlaması hizmet sağlayıcısının web sayfasında en az bir dilde olmak üzere yayımlanması gerekir. Bilgi formunda olması gereken bilgiler Tüzüğün ekinde ve yedinci başlık altında düzenlenmiştir²¹⁵.

²¹² EU Regulation, Article 21(7). Yatırımcıya yapılan test, yatırımcının riskleri anladığına dair bir kanıt oluşturur.

²¹³ EU Regulation 2020/1503 of The European Parliament And Of The Council, Dibace, m. 50.

²¹⁴ EU Regulation 2020/1503 of the European Parliament and of the Council, Dibace, m. 51.

²¹⁵ Bilgi Formundaki Başlıklar aşağıdaki gibidir;

Kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları vasıtasıyla iktisap edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin ikincil piyasanın oluşturulması yasaklanmıştır [AB Tüzüğü m. 25(2)]. Ancak, kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarına, müşterilerinin birbiriyle iletişim kurmalarına olanak verecek bir iletişim kanalının oluşturulması yükümlülüğü tesis edilmiştir²¹⁶. Hizmet sağlayıcılarının, müşterilerle iletişim kurması için bir iletişim kanalı kurması, sermaye piyasası araçlarının ya da izin verilen diğer araçların ve kredilerin alım satımına aracılık edeceği anlamına gelmez. Aksine, ilgili kanalların kurulmasına dair düzenleme işlemler açısından alıcı ve satıcıyı bir araya getirmez ve alım satım emirlerinin iletimine ilişkin bir edim yükümlülüğü yüklemes. Bu durumda hizmet sağlayıcısı söz konusu sermaye piyasası aracına ilişkin bağlayıcı olmayacak şekilde salt gösterge amaçlı referans fiyatı öngörebilmektedir. Diğer taraftan söz konusu referans fiyat ikinci el işlemleri bulunmayan sermaye piyasası aracını satın alma kararı üzerinde yönlendirici etki bırakacaktır²¹⁷.

-
- i) Proje sahibi ve kitle fonlaması hakkında bilgi,
 - ii) Kitle fonlaması sürecinin genel özelliklerine, sermaye artırım ve borç verilen fona ilişkin bilgi,
 - iii) Risk faktörlerine ilişkin bilgi,
 - iv) Teklif edilen sermaye piyasası araçları ya da izin verilen araçlara ilişkin bilgi,
 - v) SPV'ye (*special purpose vehicle*) ilişkin bilgi,
 - vi) Yatırımcıların haklarına ilişkin bilgi,
 - vii) Kredilere ilişkin aydınlatma yükümlülükleri,
 - viii) Ücretlere ilişkin bilgiler,

Kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları tarafından sağlanan kredilerde bireysel portföy yönetimine ilişkin bilgileri içermektedir. Bilgi formunun tamamı için bkz. EU Regulation 2020/1503, Annex I. Special purpose vehicle aynı zamanda special purpose entity olarak kullanılır. Bu şirket grup şirketleri içerisinde yer alan özel nitelikteki işleri yapmayı taahhüt etmekle beraber muhasebe kayıtları ana şirketin dışında tutulur. Özel nitelikteki işler varlık menkulleştirilmesi, joint venturelar oluşturulması şeklinde olabilir. (<https://www.investopedia.com/terms/s/spv.asp>) (Son Erişim Tarihi: 0.08.2021).

²¹⁶ EU Regulation 2020/1503, Article 25(1),25(2). Hizmet sağlayıcılarının müşterilerinin iletişim kurması için bir iletişim kanalı kurması, sermaye piyasası araçlarının ya da izin verilen diğer araçların ve kredilerin alım satımına aracılık edeceği anlamına gelmez. Aksine, ilgili kanal alıcı ve satıcıyı bir araya getirmes ve alım satım emirlerinin iletimine ilişkin bir edim yükümlülüğü yüklemes.

²¹⁷ Manavgat (Kitle Fonlaması), s.771.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: TÜRK HUKUKU'NDA KİTLE FONLAMASINA İLİŞKİN DÜZENLEMELER

I. 6362 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU VE KİTLE FONLAMASI TEBLİĞİ (III-35/A.2)

A. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

1. Genel bakış

Türk hukukunda kitle fonlaması ilk kez, 7061 sayılı Kanun'un²¹⁸ m. 107 ve 111. hükümlerinin SPKn'ye eklenmesi ile düzenlenmiştir. 7061 sayılı Kanun m.107'nin gerekçesine göre kitle fonlaması, girişimcilerin nakde ulaşımında yaşadığı zorlukları gidermektedir. Diğer taraftan kitle fonlaması, yatırımcının büyük getiriler elde edebilmesine imkân sağlayabilmektedir. Dolayısıyla bu düzenlenmenin altında yatan temel düşüncenin *“yenilikçi iş fikrine sahip girişimcinin nakit bulmasının kolaylaştırılması ve yatırımcının yüksek gelir elde etmesinin teşvik edilmesi”* olduğu çıkarımı yapılabilir.

Bu bağlamda SPKn m. 3, 4²¹⁹, ve 16²²⁰, da yapılan değişiklik ve kanuna eklenen 35/A hükmü ile Kurul'a kitle fonlamasına ve süreci yönetecek platformlara ilişkin düzenleme yapma yetkisi verilmiştir. SPKn'nin tanımlar kısmında bulunan m. 3(z)'ye

²¹⁸ RG. 05.11.2017, S.30261.

²¹⁹ 4. maddede ise payları halka arz edilecek anonim şirketlerin izahname hazırlama yükümlülüğü düzenlenmiştir. İlgili maddeye göre *“Diğer kanunların yardım ve bağış toplanmasına ilişkin hükümleri saklı kalmak kaydıyla kitle fonlaması suretiyle halktan para toplanması, Kurulca faaliyet izni verilen kitle fonlama platformları aracılığıyla gerçekleştirilir ve bu Kanunun izahname ya da ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğüne ilişkin hükümlerine tâbi değildir.”* kitle fonlaması kapsamında halktan para toplayan girişimcilerin izahname ya da ihraç belgesi hazırlama yükümlülükleri bulunmamaktadır. Kanun burada girişimciler adına bir muafiyet tanımıştır.

²²⁰ SPKn m. 16'ya göre *“Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır. Bu ortaklıklar halka açık ortaklık hükümlerine de tâbi olurlar.”*

göre kitle fonlaması : “Bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde bu Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tâbi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasını, ifade eder.” şeklinde tanımlanmıştır.

2. SPKn’de Düzenlenen Kitle Fonlaması Türleri ve Kitle Fonlamasında Sermaye Piyasası Araçları

SPKn 35/A’ya göre, SPKr’ye, ortaklığa ve borçlanma modeline dayalı olarak gerçekleştirilen kitle fonlaması işlemlerini düzenleme yetkisi verilmiştir. Diğer taraftan, SPKn’de ilk kitle fonlaması düzenlemelerindeki tanımına göre, kitle fonlamasında hangi modellerin benimseneceğine dair bir hüküm bulunmamaktadır. SPKn m. 3(z)’deki tanım “para toplamak” fiilini esas aldığından kanun kapsamında benimsenecek modellere dair bir açıklık yoktur. Bu durumda sermaye piyasası aracı kullanılması zorunlu bir unsur olarak gösterilmemiştir. Bu tercih doktrinde sermaye piyasası aracına dayanmayan kitle fonlaması modellerinin SPKn dışında tutulması gerekliliği nedeniyle eleştirilmiştir²²¹. Esasen sermaye piyasası aracına dayanmayan kitle fonlaması faaliyetlerinin kanunun kapsamına alınmaması gerekmektedir²²².

²²¹ Küçükgüngör, s.202; Manavgat (Kitle Fonlaması), s.779, Manavgat’a göre benimsenecek modeller yerine “para toplamak” fiilinin esas alınması, girişimcilerin fonlanmasında sermaye piyasası aracı kullanılıp kullanılmamasını önemsiz hale getirir. Zira kitle fonlamasında sermaye piyasası araçlarının kullanılması için sadece borçlanma ve ortaklığa dayalı model benimsenmelidir.

²²² Manavgat (Kitle Fonlaması), s. 780. Yazara göre her ne kadar Bankacılık Kanunu m. göre sermaye piyasası araçları yoluyla fon sağlanması Bankacılık Kanunu’nun kapsamı dışında tutulmuş olsa da kitle fonlaması platformunda sermaye piyasası aracına bağlı olmaksızın ödünç verilmesi, Bankacılık Kanunu’nun kapsamına girecektir. Zira yapılan işlem Bankacılık Kanununun m. 3’ te mevduat tanımına girmektedir. Bu tanıma göre mevduat “ Yazılı ya da sözlü olarak veya herhangi bir şekilde halka duyurulmak suretiyle ivazsız veya bir ivaz karşılığında, istendiğinde ya da belli bir vadede geri ödenmek üzere kabul edilen parayı” ifade eder. Kitle fonlaması, bu bağlamda değerlendirildiğinde Bankacılık kanunu kapsamına girmektedir. Ancak SPKn 35/A’da yapılan değişiklikle “Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyetlerine bankacılık mevzuatı hükümleri uygulanmaz.” hükmü yürürlüğe girmiştir ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması işlemlerinin sermaye piyasası mevzuatı kapsamında düzenleneceği ortaya konulmuştur.

Kitle fonlaması, yatırımcıların platformlar vasıtasıyla bir projeye nakit aktarmasını sağlar. Nakdin toplanması karşılığında menkul kıymet satılması zorunlu bir unsur olmayabilir. Şirketin projesinin kazancına katılma esasına dayalı nakit sağlama yöntemleri menkul kıymet satışı olmaksızın benimsenebilir. Dolayısıyla mezkûr iş akışının sermaye piyasası hukukunun uygulama alanına girmesi için bu yatırımın, yatırım sözleşmesi olarak kabul edilmesi gerekir²²³. Yatırım sözleşmesi ABD hukukunda düzenlenmiştir. Türk hukukunda ise kanunda yer almasına rağmen Kurul tarafından düzenleme konusu yapılmamıştır. Kazanca katılma esasına dayalı sermaye yatırımının bir “yatırım sözleşmesi” olarak düzenlenmesi yatırımcıyı koruyacaktır. Zira bu tercih ilgili iş modellerinin sermaye piyasası hukukunun denetiminden geçmesini sağlar. Diğer taraftan, mezkûr yatırımın tedavül ve likidite gücü artar. Sonuç olarak yatırım sözleşmesinin Türk hukukunda da düzenlenmesi yatırımcıyı koruyacaktır.

Öte yandan ABD hukukundaki kâra katılmalı sermaye yatırımlarının yatırım sözleşmesi kapsamında değerlendirilmesi bazı kıstaslara bağlanmıştır. *Howey* testindeki yatırım sözleşmesinin “*müşterek bir işletmenin mevcudiyeti*” unsurunun karşılanıp karşılanmaması yatırım sözleşmesi değerlendirmesi için yüksek bir öneme sahiptir²²⁴. Zira müşterek işletmenin en çok karşılaşılan örneği birden fazla kişiden

²²³ Manavgat (Kitle Fonlaması), s.781. Bu yöntemde projeye sağlanan fonun iadesi öngörülmemekle beraber projenin kâr etmesi durumunda kâra katılma ya da projenin başarılı olması ile yeni bir şirket kurulur. Projeye fon sağlayanların da bu şirketten pay alması öngörülür. Yazara göre projenin ileride başarılı olması durumunda şirket kurulması karma bir özellik ihtiva eder. Ancak projenin başlangıçta başarılı olup olmaması kesinlik taşımadığından şirket kurulmadan önceki aşamada borçlanma modelinin tâbi olduğu hükümlerin uygulanması gerekmektedir.

²²⁴ Anthony, Laura: What Is a Security The Howey Test and Reevel Test, 2014. [https://securities-law-blog.com/2014/11/25/what-is-a-security-the-howey-test-and-reves-test/#:~:text=\(ii\)%20In%20a%20common%20enterprise,investors%20whereby%20the%20investors%20share\(Son Erişim Tarihi:27.04.2021\).](https://securities-law-blog.com/2014/11/25/what-is-a-security-the-howey-test-and-reves-test/#:~:text=(ii)%20In%20a%20common%20enterprise,investors%20whereby%20the%20investors%20share(Son Erişim Tarihi:27.04.2021).)

oluşan yatırımcı grubu menfaatinin bir havuzda toplanmasıdır²²⁵. Dolayısıyla çok sayıda kişinin ortak bir menfaatte buluşmaları onların sermaye piyasası hukuku korumasından yararlanmasını gerektirir. Bu bağlamda “yatay iştirak” (*horizontal commonality*) ve “dikey iştirak” (*vertical commonality*) olmak üzere iki farklı müşterek işletme ilişkisi bulunmaktadır²²⁶. Eyalet düzeyindeki mahkemelerin çoğunluğu, yatay iştirakları “müşterek iştirak” olarak değerlendirilmektedir²²⁷. Bu durumda dikey iştiraklar kapsamında yapılan yatırımlar yatırım sözleşmesi olarak değerlendirilemez²²⁸.

ABD’de kitle fonlaması faaliyetinin sermaye piyasası aracına dayanıp dayanmaması hususu hakkında tartışmaya gerek yoktur. Zira yapılan işlemlerin yatırım sözleşmesi olarak değerlendirilmesi durumunda kitle fonlaması düzenlemeleri uygulanacaktır²²⁹. Türk hukukunda, yapılan ilk kanuni düzenlemede “para toplamak” fiili esas alınmıştır. 2020’deki düzenlemeden önce kitle fonlamasına dair benimsenecek bir model sınırlaması ya da yatırımın sermaye piyasası aracına dayanmasına dair bir düzenleme yapılmamıştır.

²²⁵ Yanlı (Yatırım Sözleşmesi), s.16; Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.33;[https://securities-law-blog.com/2014/11/25/what-is-a-security-the-howe-test-and-reves-test/#:~:text=\(ii\)%20In%20a%20common%20enterprise,investors%20whereby%20the%20investors%20share](https://securities-law-blog.com/2014/11/25/what-is-a-security-the-howe-test-and-reves-test/#:~:text=(ii)%20In%20a%20common%20enterprise,investors%20whereby%20the%20investors%20share)(Son Erişim Tarihi: 27.04.2021)

²²⁶ Yanlı (Yatırım Sözleşmesi), s.16. Yatay iştirak, yatırımcılar arasındaki benzer menfaatlerin bir havuzda havuzda toplanmasını; dikey iştirak ise, işletmeyi işleten kişinin yatırımcı ile riski paylaştığı ortamı ifade eder. Yatay iştirak için kar zarar için bir havuz gerektiğinden pek çok yatırımcı, dikey iştirak için bir yatırımcı dahi yeterlidir. *Howey* testi bağlamında yatay iştirak ilişkisi yatırım sözleşmesi kapsamında değerlendirilmektedir.

²²⁷ Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.33.; [https://securities-law-blog.com/2014/11/25/what-is-a-security-the-howe-test-and-reves-test/#:~:text=\(ii\)%20In%20a%20common%20enterprise,investors%20whereby%20the%20investors%20share](https://securities-law-blog.com/2014/11/25/what-is-a-security-the-howe-test-and-reves-test/#:~:text=(ii)%20In%20a%20common%20enterprise,investors%20whereby%20the%20investors%20share)

²²⁸ Yanlı (Yatırım Sözleşmesi), s.16.

²²⁹ Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.30-31; Heminway, J.M. /Hoffman S.R. (*Proceed At Your Peril*), s.897. Bu durumda ABD hukukunda yatırım sözleşmeleri bağlamında bağış, ön-alım ve ödüle dayalı modelin menkul kıymet içermediği söylemek gerekir.

Sonuç olarak eleştiriye neden olan kitle fonlaması modellerinden hangilerinin kanun kapsamında olacağına dair husus 20.02.2020’de SPKn 35/A’ya yapılan ekleme ile sonuca bağlanmıştır. Diğer taraftan bu düzenleme hukuki belirliliğin sağlanması adına önemli bir gelişme olmuştur. Zira ilgili hükme göre paya ve borçlanmaya dayalı modellerin kanun kapsamında olduğu düzenlenmiştir. Bu durumda sermaye piyasası aracına dayanmayan sermaye yatırım modellerinin benimsenmesi yasaklanmıştır ve yatırım modellerinin çeşitlenmesinin önüne geçilmiştir.

Kanun, girişimcilere kitle fonlaması platformları aracılığıyla halktan para toplarken izahname ve ihraç belgesi hazırlama yükümlülüklerinden muafiyet tanımıştır. Ancak kitle fonlama faaliyetlerinin öngörülen kurallara aykırı bir şekilde icra edilmesi durumunda SPKn m. 109/1’de düzenlenen usulsüz halka arz suçu hükmü uygulanır²³⁰. Halka çağrı yaparak sermaye artırımını yapılmasının kanuna aykırı olduğuna dair bir diğer yasaklayıcı hüküm ise Türk Ticaret Kanunu (TTK) m. 552’dir²³¹.

3. Kitle Fonlaması Faaliyetlerinin Halka Arzın Dışında Tutulması

a. Halka Arza İlişkin Hükümlerde

Halka arz kavramı SPKn m. 3(1)(f)’de düzenlenmiştir. Buna göre halka arz: *“Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış”* olarak tanımlanmıştır. Paylarını halka arz eden şirketler halka açık şirket statüsünü haiz olurlar. Ancak Kanun m. 3(e) hükmü kitle fonlaması yapan girişim şirketlerini halka açık şirket olarak kabul

²³⁰ Korkmaz, s.52.

²³¹ *“Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri saklı kalmak kaydıyla, bir şirket kurmak veya şirketin sermayesini artırmak amacıyla yahut vadiyle halka her türlü yoldan çağrıda bulunularak para toplanması yasaktır.”* İlgili madde SPKn’u hükümlerini saklı bırakmıştır. Dolayısıyla kitle fonlaması faaliyetleri SPKn ve ikincil düzenleme olan “Kitle Fonlaması” Tebliğ’ine aykırı olması durumunda TTK 552 hükmü uygulanır ve TTK 562/11’e göre suç işlenmiş sayılır.

etmemiştir. Halka açık şirket olmanın bir diğer yolu ise varsayımsal halka arzıdır. SPKn m. 16'ya göre: *“Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır. Bu ortaklıklar halka açık ortaklık hükümlerine de tâbi olurlar.”* Kanun m. 3(e) ve 16 kitle fonlaması yapan girişim şirketlerini halka açık şirket olarak kabul etmemiştir. Mezkûr düzenlemenin amacı girişimcileri halka arz maliyetlerinden kurtarmaktır.

Kitle fonlaması nakit sağlama yöntemi ile kaynak yaratan girişimciler, kitle fonlaması platformları vasıtasıyla genel bir çağrı yaparlar ve ardından sermaye piyasası aracını satarlar. Dolayısıyla, kitle fonlaması faaliyeti halka arzın unsurlarını içermektedir. Esasen girişim şirketi payları halka arz edilir ancak kanun bu yöntemi halka arzın dışında bırakmıştır. Sonuç olarak Türk hukukunda kitle fonlaması düzenlemeleri, ABD hukukunun aksine sermaye piyasası aracının ihracı ile bağlantılı bir şekilde düzenlenmemiştir. Zira Kanunun m. 3(h) hükmü girişim şirketlerini ihraççı statüsünden çıkarmıştır. Bu durumda kitle fonlaması işlemleri Tebliğ'in uygulama alanı dışında kalan konularda genel hükümlere tabi olacaktır.

b. İzahname ve İhraç Belgesi Yükümlülüğüne İlişkin Hükümlerde

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği²³² m. 5 uyarınca sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve bu izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur (II-

²³² RG. 22.06.2013, S. 28685. *İzahname Kanunun 3(j) hükmünde : “İhraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesi”* şeklinde tanımlanmıştır. İzahname, ihraççı/garantörün finansal durumu ve faaliyetlerini, geleceğe yönelik beklentileri içerir. Ayrıca izahnamede sermaye piyasası aracının özellikleri, hak ve riskleri de görünür. Arıcı, F. : Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi, İstanbul 2019, s.114.

5.1). Yine Tebliğ m. 5(2)'ye göre “Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde duyuru metni hazırlanan sermaye piyasası aracı ihraçları hariç olmak üzere ihraççıların izahname hazırlanmaksızın gerçekleştireceği her türlü sermaye piyasası aracı ihracında ihraç belgesinin hazırlanması ve bu belgenin Kurulca onaylanması zorunludur.” Kitle fonlaması maddede belirtilen unsurları haizdir ancak SPKn m.4 uyarınca kitle fonlaması ile nakit toplayan şirketlerin izahname ya da ihraç belgesi hazırlama yükümlülükleri bulunmamaktadır. Görüldüğü üzere kitle fonlaması faaliyetleri kapsamındaki girişimcilere izahname ve ihraç belgesi hazırlama yükümlülüklerinden muafiyet tanınmıştır. SPKn'nin bu muafiyetleri bahşetmesinin altında yatan sebep girişimcilerin yüksek halka arz maliyetlerinden kurtulmalarını sağlamaktır. Diğer taraftan yatırımcının da korunması gerekmektedir. Zira girişimcinin karşısında geniş bir kitle söz konusudur. Tebliğ hükümleri kitle fonlaması işlemlerini platformlar üzerinden dolaylı bir şekilde denetleme tercihinde bulunmuş; izahnamenin yerine daha düşük maliyetle hazırlanabilen bilgi formunun düzenlenmesi gerektiğini hüküm altına almıştır²³³.

4. Kitle Fonlaması Platformlarına İlişkin Hükümler

Kitle fonlaması platformları SPKn m. 35/A hükmünde : “kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluşlar” şeklinde tanımlanmıştır. Buna göre kitle fonlaması platformlarının temel işlevi kitle fonlaması işlemlerine aracılık etmesidir. Diğer taraftan aracılık faaliyetleri internet üzerinden gerçekleştirilir.

²³³ Yüksel, S.: *Sermaye Piyasası Hukukunda Kitle Fonlamasına İlişkin Düzenlemelerin Değerlendirilmesi*, Banka ve Finans Hukuku Dergisi, C. 8, S. 32, Prof. Dr. Ali Necip Ortan'a Armağan, s.1948.

Ancak platformların belirtilen aracılık faaliyetlerini gerçekleştirmeleri için Kurul'dan izin almaları gerekmektedir.

Yatırımcının korunmasının ve girişimcinin nakde ulaşmasının en uygun şekilde sağlanması için kitle fonlaması platformlarının özenli çalışması gerekir. Zira platformların gereği gibi çalışmaması piyasa aksaklıklarına neden olabilir. Unutmamak gerekir ki platform, yatırımcının bilgi asimetrisinin azaltılmasında ve nakde ilişkin işlemlerin gerçekleştirilmesinde önemli bir role sahiptir. Bu yüzden platformların kuruluşlarına, ortaklık yapısına, çalışanlarına ya da işleyişine dair düzenleme yapma yetkisi Kurula verilmiştir ve Kurul Tebliğ'de bu hususları düzenlemiştir. Diğer taraftan belirtmek gerekir ki kitle fonlaması platformları, yatırımcı ve girişimciler arasındaki ilişkilere genel hükümler uygulanacaktır. Bu bağlamda, kitle fonlamasına ilişkin hükümler dışında, anonim şirket olarak kurulan girişim şirketi ve kitle fonlaması platformuna TTK hükümleri uygulanır.

SPKn kitle fonlaması faaliyetlerini, SPKn m. 37 ve 38 dışında tutmuştur²³⁴. Dolayısıyla kitle fonlaması faaliyetleri yatırım hizmetli ya da yan hizmet olarak nitelendirilmemiştir. Kitle fonlaması işlemlerinin yatırım ve yan hizmetler kapsamına alınmamasının nedeni 7061 sayılı Kanunun gerekçesinde açıklanmıştır. Gerekçede, kitle fonlaması faaliyetinin küçük ölçekli şirketlerin nakit zorluğu çekmemesi için düzenleme konusu olduğu, bu yüzden taraflar arasındaki ilişkiye genel hükümlerin uygulandığı vurgulanmıştır. Mamafih girişimciler için fonun daha kolay toplanabilmesi adına kitle fonlaması platformları, sınırlı koşullarda faaliyet yürüten yatırım kuruluşları kapsamına dâhil edilmemiştir ve esnek bir yaklaşım izlenmiştir²³⁵.

²³⁴ Kanunun 37. Maddesi sermaye piyasası yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini, 38. Maddesi ise yan hizmetleri düzenlemektedir.

²³⁵ Bazı Vergi Kanunları İle Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair 7061 Sayılı Kanun, md. 110 gerekçesi.

Ayrıca kitle fonlaması faaliyetleri borsalar, piyasa işleticileri ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri ile ilgili hükümlere de tâbi değildir. Bu hükümler kitle fonlaması platformlarını yatırım kuruluşu olmaktan çıkarır.

Öte yandan kitle fonlama platformlarının hukuka aykırı faaliyet ve işlemlerine Kanun'un m. 96 hükmü kıyasen uygulanacaktır [SPKn m. 35/A (3)]²³⁶. Kitle fonlama platformlarının yatırım kuruluşu niteliğini haiz olmaması, kıyasen uygulamanın isabetli bir karar olduğunu göstermektedir²³⁷. Zira kıyasen uygulama, hükümlerin mahiyetinin uygun düştüğü ölçüde uygulamayı ifade eder.

Kitle fonlaması platformlarına ilişkin ele alınması gereken hususlardan biri de bilgi formundan doğan sorumluluktur. 20.02.2020'de yapılan ekleme ile bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişiler bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumlu olacaklardır. Bu hüküm kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu düzenleyen SPKn m. 32 ile paralellik göstermektedir. Zira m. 32 de de ²³⁸ kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar müteselsil sorumluluk ilkesine göre sorumlu tutulmuştur.

²³⁶ SPKn m. 96 sermaye piyasası kurumlarının hukuka aykırı faaliyet veya işlemlerinde uygulanacak tedbirleri düzenlemektedir. Hükme göre: "sermaye piyasası kurumlarının mevzuata aykırı faaliyetlerde bulunması durumunda Kurulun ilgililerden hukuka aykırılığın giderilmesi ya da doğrudan bu kurumların faaliyetlerinin kapsamını sınırlandırmaya veya geçici olarak durdurmaya, tamamen veya belirli sermaye piyasası faaliyetleri itibarıyla yetkilerini iptal etmeye ya da öngöreceği diğer her türlü tedbiri almaya yetkilidir."

²³⁷ Memiş, T. / Turan, G.: Sermaye Piyasası Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2020, s.176. Aksi görüş için bkz. Küçükgüngör, s.213. Yazara göre SPKn kapsamında usulsüz halka arz ve izinsiz sermaye piyasası faaliyetinde bulunulması durumunda uygulanacak tedbirlere benzer şekilde kitle fonlamasına ilişkin bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığına ilişkin tedbirler alınmalıydı. Ancak burada sermaye piyasası suçları kapsamında yaptırım uygulanabilmesi için, kanunilik ilkesi gereği, SPKn'de yaptırım uygulama yetkisinin açıkça kanunda tanımlanması gerekmektedir.

²³⁸ **MADDE 32 – (1)** 10 uncu madde çerçevesinde, aynı maddede sorumlu olduğu belirtilen kişiler ile mevzuat uyarınca izahname, pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu, özel durum açıklaması, birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile *düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler bu belgelerde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur.*

5. Kitle Fonlamasına İlişkin SPKn Hükümlerinin Değerlendirilmesi

Yabancı ülkelerin hukuk düzenleriyle karşılaştırmalı bir değerlendirme yapıldığında, Türkiye'nin diğer ülkelere farklı bir yol izlediği sonucuna varılabilir. ABD'de kitle fonlaması süreci sermaye piyasası aracı ihracı ile bağlantılı bir şekilde düzenlenmiştir ve girişimcilere halka arz maliyetlerinden kurtulmaları için bazı muafiyetler sağlanmıştır. ABD hukukuna göre kitle fonlaması ile pay sahibi olan yatırımcı, varsayımsal halka arz için belirlenen pay sahibi hesabına katılmaz²³⁹. Ancak şirketin belirli mali büyüklüğe ulaşması halka arz hükümlerinin uygulanmasına yol açmaktadır. AB Tüzüğü'nde ise platform odaklı düzenleme yapılmıştır ve girişimcinin ihraç edebileceği fon tutarı İzahname Tüzüğüyle (2017/1129) uyumluluk göstermektedir. Türk hukukunda girişimci, AB ve ABD hukukundaki düzenlemelerin aksine halka arz faaliyetinde bulunan; ancak istisna hükümlerinden yararlanan ihraççı konumunda değildir²⁴⁰. Diğer taraftan platformların yükümlülüklerine ilişkin AB hukuku düzenlemeleri Türk hukukuna göre daha ağırdır. Öncelikle, bilgi formundan doğan sorumluluğa ilişkin daha farklı bir düzenleme söz konusudur. Bu düzenlemeye göre bilgilerin açık, doğru ve tam olduğuna dair sorumluluk platformlara aittir. Platformlara ilişkin bir diğer yükümlülük ise girişim şirketlerinin mali ve hukuki belgelerinin asgari ölçüde araştırılmasıdır. Dolayısıyla AB hukuku düzenlemelerinde bilgi asimetrisinin en aza indirgenmesi Türk hukukuna göre daha çok önceliklendirilmiştir. Zira Türk hukukunda bilgi formundan doğan sorumluluğa ilişkin risk, ilgili formu imzalayanlara dağıtılmıştır.

Kitle fonlaması düzenlemelerine bakıldığında iki temel menfaat göz ardı edilemez. Bunlardan ilki, girişimcinin düşük maliyetlerle kaynak sağlamasıdır. Diğer

²³⁹ Korkmaz, s.53.

²⁴⁰ Küçükgüngör, s.206.

ise, yatırımcıya bilgi asimetrisini en aza indirgeyerek yatırım yapma fırsatı yaratmaktır. Zira girişimcinin pazardaki geçmişine dair bilgi edinme ihtimali düşüktür. Yatırımcılar yatırım yapmak istediği girişim şirketleri ile ilgili yalnızca girişimcilerin açıkladığı bilgilere dayalı olarak bilgi sahibi olduklarından, genel olarak bu şirketlerle ilgili derin bir bilgiye sahip değildir²⁴¹. Bu nedenle kitle fonlamasının kötüye kullanılmaya yatkın bir sistem olduğu ileri sürülmüştür²⁴². Dolayısıyla SPKn ve ikincil düzenlemeler, bu menfaatleri dengede tutacak hükümler içermelidir. Zira kitle fonlaması işlemlerine taraf olan yatırımcılar genel itibariyle yeterli bilgi ve tecrübeye sahip değildir²⁴³. Bunun yanında, girişimcilerin projelerinin başarılı olmama ihtimali de bulunmaktadır²⁴⁴. Kurul bu kaygıları gidermek için Tebliğ’de, yatırımcıdan gelen fonun toplanması, dağıtılması ve nemalandırılması işlemlerinin güvenli bir şekilde yapılması amacıyla ilgili işlemlerin emanet yetkilisi tarafından yürütüleceğini düzenlemiştir. Diğer taraftan, toplanan fonların bilgi formunda açıklanan projelere aktarılıp aktarılmadığını tespit etmek adına girişim şirketi için özel amaçlı bağımsız denetim yükümlülüğü getirilmiştir. Bu itibarla Tebliğ, kitle fonlaması sisteminin risklerini öngörerek fonun elde edilmesi ve harcanması süreçlerini daha güvenli hale getirmeye çalışmıştır. Sonuç olarak Tebliğ de AB Tüzüğünde olduğu gibi yatırımcıyı koruyan düzenlemelere yer vermiştir. Ancak AB Tüzüğünde, hizmet sağlayıcılara

²⁴¹ Hazen, s.1766.

²⁴² Yüksel, s.1935. Yazara göre, kitle fonlaması nakde ulaşma modeli yenilikçi niteliğe sahiptir, dolayısıyla yatırımcıların yatırımcının korunmasına ilişkin geleneksel sermaye piyasası hukuku çerçevesinin içerisine oturtulup oturtulamayacağı belirsizdir.

²⁴³ Bradford (*Crowdfunding Regulation*), s.109-112. Yazarın ulaştığı bir ankete göre ABD’de bulunan yetişkinlerin %34’ü kendilerine finansal bilgiye sahip olma açısından “C” notu vermişlerdir. Sadece %22’lik bir grup kendine “A” notunu vermiştir. Ancak bu çalışma subjektif kriterlere dayanmaktadır. Yapılan bir teste göre 3512 yetişkin ve 2242 lise öğrencisi arasından yetişkinlerin %17’si, öğrencilerden ise %3’ü “A” sonucunu almıştır. Yetişkinlerin %66’ı, öğrencilerin ise %91’i “C” notunun altında sonuç almıştır. ABD ve Türk borsalarındaki pazarların genişliği ve derinliği karşılaştırıldığında, Türk hukukunda tarafların menfaatlerini koruyacak kapsamlı düzenlemelere ihtiyaç duyulduğu söylenebilecektir.

²⁴⁴ Gilson, R.J.: *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, Stanford Law Review 2003, V.55, s.1076; İbrahim, Angel Investors, s.1047.

bilgi formunun içeriğinin doğruluğunu tespit etme görevi yüklendiğinden yatırımcı daha çok korunmuştur. Diğer taraftan bu yükümlülükler girişimci açısından daha fazla maliyete katlanma anlamına gelmektedir.

Yatırımcının korunması bakımından dikkat edilmesi gereken bir başka husus ise dolandırıcılık riskidir. ABD doktrininde, SEC'nin dolandırıcılığın önlenmesi için gerekli önlemleri almadığı ileri sürülmektedir²⁴⁵. Bu görüşü göre kitle fonlaması ihraçlarının halka arzlara göre düşük miktarlarda olması dolandırıcıları caydırmamaktadır²⁴⁶. Zaten çoğu nitelikli olmayan yatırımcıların büyük bir kısmı bu kayıpları kaldıramayabilir. Öte yandan girişimciler için ağır aydınlatma yükümlülüklerinin öngörülmesi, maliyetin faydayı karşılamaması sonucunu doğurabileceğinden menfaatler dengelenmelidir. Örneğin ABD'de kanun koyucunun düşüncelerine bakıldığında, yatırımcıyı koruma odağının zamanla arttığı görülmektedir. ABD hukukunda kitle fonlaması JOBS Act ile düzenlenmiştir. Ancak bu düzenlemeden önce bazı taslaklar oluşturulmuştur. En güncel taslaklardan biri olan 1791 sayılı senato kararından önceki taslaklarda, girişim şirketleri için aydınlatma yükümlülükleri öngörülmemiştir²⁴⁷. Aydınlatma yükümlülüğünün olmadığı bir ortamda, girişimciler maliyetsiz bir şekilde finanse edilebilir; ancak yatırımcılar için dolandırılma riski artar ve bilgi asimetrisi piyasa aksaklığına neden olur. Diğer taraftan toplanacak nakdin azlığı ya da fazlalığı aydınlatma yükümlülüğünün zorunluluğunu etkilememektedir. Girişimci adına para toplansa bile bir aydınlatma yükümlülüğü

²⁴⁵ Bkz. Yin Wilczek, *SEC Under Pressure To Allow Crowdfunding; Agency To Consider Issue Soon, Official Says*, Sec. L. Daily (BNA) (Sept. 16, 2011), http://news.bna.com/sdln/SDLNWB/split_display.adp?fedfid=22850387&vname=sldbulallissues&wsn=500524000&searchid=17343810&doctypeid=1&type=date&mode=doc&split=0&scm=SDLN_WB&pg= (Son Erişim Tarihi:18.09.2021).; Pope, N. D.: *Crowdfunding Microstartups: It's Time for the Securities and Exchange Commission To Approve a Small Offering Exemption*, U. PA. J. BUS. L. 2011, V.13, s.103.

²⁴⁶ Hazen, s.1766.

²⁴⁷ Hazen, s.1765.

olmalı; fakat bunun derecesi yatırımcı kitlesinin dolandırılma riskine göre belirlenmelidir. Doktrinde bir görüşe göre, kitle fonlamasındaki aydınlatma yükümlülüğü Regülasyon A'dakine göre daha az maliyet yaratmalıdır²⁴⁸. Diğer taraftan teknolojinin gelişimi dolandırıcılar için yeni fırsatlar doğurur²⁴⁹. Dolayısıyla dolandırıcılık riskini tamamen ortadan kaldırmak söz konusu olamaz. Tarafların menfaatleri gözetildiğinde, girişimci tarafından bir kamuyu aydınlatma belgesi düzenlenmeli ancak bu yükümlülük, maliyetleri kitle fonlamasını anlamsızlaştıracak derecede arttırmamalıdır. ABD hukukundaki düzenlemeler bu fikir üzerine inşa edilmiştir.

Türk doktrininde de yatırımcıyı koruyucu hükümlerin yetersiz olduğunu ileri süren bir görüş bulunmaktadır²⁵⁰. Bu görüşe göre taraflar arasındaki ilişkiyi sermaye piyasası kanunu denetiminden çıkarmak ve genel hükümlere tâbi kılmak büyük bir risk oluşturmaktadır²⁵¹. Diğer taraftan sermaye piyasası mevzuatındaki koruyucu sistemin temeli geniş bir yatırımcı kitlesinin varlığına dayanmaktadır. Kitle fonlaması işlemleri ile geniş bir yatırımcı kitlesine çağrı yapılıyor olmasına rağmen hukuki ilişkinin sermaye piyasası mevzuatı dışında tutulması sermaye piyasası hukukunun ana yapısına uygun düşmez²⁵². SPKn m. 35/A'daki düzenlemeler, korunması gereken menfaatle katlanılması gereken maliyet arasında dengesizliği azaltmamıştır. Olması gereken hukuk bakımından, ABD hukuku sistemi ya da AB düzenlemeleri esas

²⁴⁸ Hazen, s. 1767.

²⁴⁹ *Cunningham v. Brown*, 265 U.S. 1, 44 (1924).

²⁵⁰ Küçükgüngör, s.212; Manavgat (Kitle Fonlaması), s.785-786.

²⁵¹ Küçükgüngör, s.212.

²⁵² Manavgat (Kitle Fonlaması), s. 783-785. Yazara göre SPKn m. 35/A (5) hükmü yani kitle fonlaması sürecindeki ana aktörlerin arasındaki ilişkiye genel hükümlerin uygulanması hükmü bu uyumsuzluğu daha belirgin hale getirmektedir. İkincil düzenlemelerle kitle fonlaması platformlarına kamuyu aydınlatma ve müşteri varlıklarını koruma bakımından getirilmesi beklenen koruyucu düzenlemeler, yatırımcı açısından yatırımı yaptıktan sonraki aşamalara ilişkin olduğundan gerekli korumayı sağlayamaz.

alınabilirdi. Bu durumda koşulları olduğu takdirde kitle fonlaması ile sermaye piyasası araçlarını satan şirketler sermaye piyasası mevzuatı kapsamına sokulabilirdi. Böylece yatırımcının korunması menfaati ve girişimcinin kaynak sağlama maliyeti arasındaki denge korunmuş olacaktı.

B. Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2)

1. Genel Olarak

SPKn m. 35/A ve m. 99 SPKr'ye, ortaklığa ve borçlanma modeline dayalı ikincil düzenleme yapma yetkisi vermiştir. Kanun kitle fonlamasına ilişkin hükümlerde ekseriyetle platformları ele almıştır²⁵³. SPKn m. 35/A'da kitle fonlaması platformları tanımlanmış ve SPKr'ye kitle fonlaması platformları üzerinden yürütülecek faaliyetlere ilişkin esasları belirleme yetkisi verilmiştir. SPKr, kanundan aldığı borçlanma ve ortaklığa ilişkin ikincil düzenleme yapma yetkisi ile Mülga Tebliği (III-35/A.1) hazırlamıştır ve bu düzenleme 3.10.2019 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Kurul Mülga Tebliğ'den sonra 27.10.2021 tarihinde borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelini de kapsama alacak şekilde Tebliği (III-35/A.2) düzenlemiştir²⁵⁴. Tebliğ de AB Tüzüğü gibi “platform odaklı” olarak nitelendirilebilir. Bu nitelendirmenin yapılmasının nedeni, Tebliğ hükümlerinin çoğunlukla platformun iç düzeni ve kitle fonlaması sürecindeki diğer taraflarla ilişkisine dair olmasındandır.

²⁵³ Yanlı (Kitle Fonlaması), s.34.

²⁵⁴ Tebliğin ilk bölümünde tebliğin amacı, kapsamı, dayanağı ve tanımları; ikinci bölümde platforma ilişkin esasları; üçüncü bölümde platformların faaliyetlerine ilişkin esasları; dördüncü bölümde paya dayalı kitle fonlaması faaliyetine ilişkin genel esasları; beşinci bölümde borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyetine ilişkin genel esasları; altıncı bölümde fon kullanım yerlerine ve girişim şirketlerine ilişkin esasları; yedinci bölümde paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyetine ilişkin ortak esasları ve sekizinci bölümde ise son hükümleri ele almıştır.

Yabancı ülkelerin kuralları dikkate alındığında, kitle fonlaması düzenlemelerinde üç temel yaklaşımın olduğu görülmektedir. Bu yaklaşımlar; ABD'nin benimsediği “Yatırımcı Kitlesinin Sınırlandırılması”, İtalya'nın benimsediği “Girişim Şirketlerinin Teşviki” ve İngiltere'nin benimsediği “Riskli Yatırım” şeklinde sıralanabilir²⁵⁵.

ABD hukukuna göre kitle fonlama platformları vasıtasıyla sermaye artırımı yapan girişim şirketlerinin, sermaye piyasası araçlarının kayıt yükümlülüğünden muafiyeti söz konusudur. Buna karşın girişimcinin bu muafiyetten faydalanması için, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine katlanması ve ihraç sınırına uyum göstermesi zorundadır. Diğer taraftan, yatırımcılara gelir ya da malvarlıklarına göre yatırım sınırı getirilmiştir. Dolayısıyla ABD’de “yatırımcı kitlesinin sınırlandırılması” yaklaşımının benimsendiği çıkarımı yapılabilir. İtalya’da Girişim Şirketleri Kanunu’nda (*Italian Startup Act*) yenilikçi girişimci (*innovative startup*) tanımı yapılmıştır. Bu tanımda belirlenen niteliklere uyan girişimcilere gerek sermaye artırımından gerek girişimcinin bir şirket olmasından doğan maliyetlere ilişkin yükümlülüklerden kurtulması için belirli teşvikler sağlanmıştır²⁵⁶. İngilterede ise kitle fonlamasına dair ele alınması

²⁵⁵ Küçükgüngör, s.85, 105, 134.

²⁵⁶ “Executive Summary of the New Italian Legislation on Innovative Startups”, Italian Ministry of Economic Development Minister’s Technical Secretariat DG for Industrial Policy, Competitiveness and SMEs, 26th May 2015, s.3-18.

https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Executive%20summary%20ISA%2007_2019.pdf (Son Erişim Tarihi: 07.05.2021).

Yayımlanan metne göre yenilikçi fikre sahip girişimcilerin ülke ekonomisine büyük fayda sağlayacağı, bilhassa büyümenin sürdürülebilir olması ve üretkenliği artırmaya neden olacağı ileri sürülmüştür. Diğer yandan, gençler için önemli bir iş fırsatı doğar ve yenilikçi iş fikirleri genç, dinamik ve yetenekli kişiler tarafından geliştirilecektir. Ancak mevzuat kapsamında girişimci olmak için aşağıdaki niteliklere sahip olmak gerekir.

.girişimin yeni kurulmuş ya da 5 yıldan az bir geçmişinin olması gerekir;

.genel merkezinin İtalya ya da Avrupa Birliği ülkelerinden birinde olması gerekir;

.temettü dağıtmamış olması gerekir;

.işletme konusunun münhasıran gelişim, üretim, yenilikçi ürünlerin ticareti ya da teknolojik bir hizmete ilişkin olmalıdır;

Girişim şirketinin bir birleşme ya da bölünme sonucu ortaya çıkmamış olması gerekmektedir.

gereken temel nokta, kitle fonlaması platformları aracılığıyla ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının “riskli yatırım” olarak nitelendirilmesidir. Bu bakış açısı yatırımcıyı korumaya dayalı bir sistemin öngörüldüğünü ortaya koymaktadır²⁵⁷.

Tebliğ’de ise karma bir yapı benimsenmiştir. Tebliğe göre yatırımcılar için yatırım sınırı getirilmiştir. Diğer taraftan yatırımcının yatırım yapılabilmesi için yatırımın taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olduğunun ortaya konması gerekmektedir. Bu düzenlemeler Tebliğ’in “yatırım kitlesi sınırlandırılması” yaklaşımını haiz olduğunu kanıtlar niteliktedir. Ancak Tebliğ ve Kanun gerekçesi dikkate alındığında “girişim şirketlerinin teşviki” anlayışının da göz ardı edilmediğini vurgulamak gerekir. Zira gerekçede de belirtildiği üzere kitle fonlaması düzenlemelerinin temelinde yenilikçi iş fikirlerine sahip girişimcinin geleneksel nakde ulaşma yöntemlerinden farklı olarak düşük maliyetlerle kaynak elde etmesini sağlama düşüncesi bulunmaktadır²⁵⁸.

Tebliğ hükümlerine göre yatırımcı, kitle fonlaması genel risk bildirimini okumalıdır ve yatırımın risklerinin farkında olduğuna dair bir beyanda bulunmalıdır. Diğer taraftan girişimcinin harcamalarını tespit etmek için özel amaçlı bağımsız denetim yükümlülüğü getirilmiştir. Bu denetim, toplanan fonların girişimci tarafından amaca uygun bir şekilde harcanmasını sağlar. Ek olarak kampanya kapsamında

²⁵⁷ Küçükgüngör, s.135;

İngiliz hukukunda kitle fonlaması aktivitesinin yatırımcılar ve tüketiciler açısından yüksek risk taşıdığına ve yatırımcının korunmasının daha önemli bir menfaat olduğuna dair çıkarımın yapılması için bkz. Financial Conduct Authority, The FCA’s Regulatory Approach to Crowdfunding and Similar Activities, Consultation Paper, October 2013; The FCA’s Regulatory Approach to Crowdfunding Over the Internet and the Promotion of Non-readily Realisable Securities by Other Media (Feedback to CP13/13 and Final Rules), Policy Statement, March 2014; Loan-Based (Peer-to-Peer) and Investment Based Crowdfunding Platforms: Feedback on Our Post Implementation Review and Proposed Changes to The Regulatory Framework, Consultation Paper, July 2018; Loan Based (Peer to Peer) and Investment Based Crowdfunding Platforms: Feedback to CP 18/20 and Final Rules, Policy Statement, June 2019.

²⁵⁸ Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair 7061 sayılı Kanun, m. 107 gerekçesi.

toplanan fonların tutulması, nemalandırılması ve girişimcilere aktarılması görevleri SPKn ve ikincil düzenlemelerle denetim altına alınan emanet yetkililerine atfedilmiştir. Yatırımcıdan risk bildirimi beyanının alınması, özel amaçlı bağımsız denetim ve emanet yetkilisi hükümlerinin düzenlenmesi Tebliğ'in kitle fonlaması yatırımlarını "riskli yatırım" olarak değerlendirdiğini göstermektedir.

Tebliğ m. 2'de Tebliğ'in kapsamı belirlenmiştir. Tebliğ m. (2)(2) fıkrası ile *"Herhangi bir pay karşılığı olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla ödül veya bağış karşılığında fon toplanması faaliyetleri"* Tebliğ kapsamından çıkartılmıştır. Tebliğ kitle fonlaması modelleri arasında ortaklık ve borçlanma modelini benimsemiştir²⁵⁹. Öte yandan ortaklığa dayalı modelde kullanılacak yatırım aracını payla, borçlanmaya dayalı modelde ise borçlanma araçları ile sınırlandırmıştır²⁶⁰. Paya dayalı kitle fonlamasında genelde iki yatırım modeli söz konusudur. İlkinde doğrudan girişim şirketlerinin payları, ikincisinde ise girişim şirketinin paylarına sahip olan bir başka şirketin payları satın alınır. Tebliğ'de ilk model benimsenmiştir²⁶¹.

2. Paya ve Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlamasının Tarafları

Tebliğe ve diğer ülkelerin düzenlemelerine göre kitle fonlaması sürecinde temel olarak üç taraf bulunmaktadır. Bunlar; yenilikçi iş fikrine sahip ve nakit bulmaya çalışan girişimci, finansal beklenti içerisinde olan yatırımcı ve süreci yöneten kitle fonlaması platformlarıdır. Diğer taraftan, fonların güvenli bir şekilde toplanmasını ve dağıtılmasını sağlayan emanet görevlisi ve toplanan fonların kitle fonlaması amacına

²⁵⁹ Mülga Tebliğ'de ise yalnızca paya dayalı model benimsenmişti. Mülga Tebliğ m. 12 mevzuatta yer alan özel hükümler saklı kalmak kaydıyla kitle fonlama platformları, faiz veya her ne ad altında olursa olsun bir ivaz karşılığı veya rehin almak suretiyle kredi veya ödünç para verme işlerine aracılık edemezler ve paya dayalı kitle fonlaması dışında herhangi bir sermaye piyasası aracı karşılığında kitle fonlaması faaliyeti yürütemezler. Buna göre borçlanma modeli kanunla yasaklanmamıştır ancak Tebliğ, kitle fonlamasına aracılık edecek aracı kurumlara belirtilen bankacılık faaliyetlerini yapamayacağını hükme alarak kredi ve borç verme yöntemiyle işleyen kitle fonlama modelinin önünü kapatmıştır.

²⁶⁰ Yanlı (Kitle Fonlaması), s.35.

²⁶¹ Estevan De Quesada, s. 119.

uygun harcanıp harcanmadığını tespit eden özel amaçlı bağımsız denetçilere de değinilecektir²⁶².

a. Girişimci

aa. Tanımı ve Nitelikleri

Girişim şirketi kavramı Tebliğ'den önce SPKı tarafından çıkarılan III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde düzenlenmiştir. Tebliğ m. 21(2) 'ye göre girişim şirketi anonim veya limited şirket olarak kurulabilir ancak limited şirket şeklinde kurulan şirketlerin ilk yatırım tarihinden itibaren bir yıl içerisinde anonim şirkete dönüşmesi gerekmektedir. Girişimci ve girişim şirketine ilişkin bir diğer tanıma ise Tebliğ m. 4'te yer verilmiştir. Tebliğ, girişimciyi : *“projesine paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla kaynak arayan Türkiye'deki yerleşik gerçek kişileri ve limited veya anonim şirket türündeki tüzel kişileri”*, girişim şirketini ise *“Anonim şirket kurma zorunluluğu olmadan faaliyetlerine devam edecek ve Türkiye'de kurulu olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve projesine kaynak ihtiyacı bulunan anonim şirketleri veya toplanan fonların emanet yetkilisi nezdinde açılan bloke hesabına aktarılması öncesinde anonim şirkete dönüşmesi zorunlu olan limited şirketleri”* şeklinde tanımlamıştır²⁶³.

Girişimcinin amacı ortaya koyduğu projeye fon sağlamaktır ve proje *“Planlanan teknoloji faaliyeti ve/veya üretim faaliyetinin²⁶⁴ gerçekleştirilmesi için*

²⁶² Özel Amaçlı Bağımsız Denetim hakkındaki açıklamalar için bkz. 3. Bölüm I/B/2/a/gg başlığı, s. 98-102; Emanet Yetkisinin Durumu hakkındaki açıklamalar için bkz. 3. Bölüm I/B/2/c/bb başlığı, s. 128-133.

²⁶³ Mülga Tebliğ ve Tebliğ'de düzenlenen girişimci-girişim şirketi tanımı farkı için bkz. (<https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/20211027/1>) (Son Erişim Tarihi: 02.11.2021).

²⁶⁴ Üretim faaliyeti Tebliğ'de: *“Yüksek katma değer ve istihdam yaratma potansiyeli taşıyan bir iş modeline bağlı olarak girdilerin belirli bir süreçten geçirilerek fiziksel ürüne dönüştürülmesi faaliyeti”* olarak tanımlanmıştır.

kaynak ihtiyacı olan iş fikri” olarak tanımlanmıştır²⁶⁵. Görüldüğü üzere şirketlerin yanında gerçek kişiler de girişimci olabilir. Fakat girişimci tarafından yürütülen kampanyalarda girişim şirketi, kampanya süresinin sona ermesini takip eden 90 gün içinde kurulmalıdır [Tebliğ m. 17(7)(a)(1)]. Dolayısıyla fon toplamak isteyen girişimcinin bir şirket kurmadan da kitle fonlaması platformları aracılığıyla fon toplaması mümkündür. Diğer taraftan elde edilen nakdin şirket malvarlığına girmesi için şirketin kurulması gerekir.

Görüldüğü üzere girişimci ya da girişim şirketlerinin kitle fonlaması platformları aracılığıyla fon toplamaları için belirli nitelikleri haiz olmaları gerekmektedir²⁶⁶. Tebliğ m. 23’e göre girişim şirketinin teknoloji ya da üretim faaliyetinde bulunmaları gerekmektedir. Bunun haricinde şirketin bilgi formunun ilan edildiği tarihten en geç beş yıl içinde kurulmuş olması gerekir. Girişim şirketinin finansal tablolarında aktif toplamı belirli eşiklere ulaşmamalıdır²⁶⁷. Diğer taraftan şirketin web sitesinin bulunması gerekmektedir. Aktif toplam ve net satış hasılatına ilişkin şartlar girişim şirketleri bağlamında kümülatif olarak değerlendirilmelidir²⁶⁸.

²⁶⁵ Teknoloji faaliyeti ise Tebliğ m. 4 te : “*Katma değeri ve rekabet edebilirliği yüksek teknolojik ürün ve hizmet üretimini ve/veya teknolojik bir buluşun ticari bir ürün, yöntem ya da hizmete dönüştürülmesi amacıyla yürütülen teknoloji geliştirme faaliyeti*” olarak tanımlanmıştır.

²⁶⁶ Tebliğ m. 23(1)’e göre girişim şirketlerinin:

a) Teknoloji faaliyeti ve/veya üretim faaliyetinde bulunmaları,
b) Bilgi formunun ilan edildiği tarih itibarıyla son beş yıl içinde kurulmuş olmaları,
c) Tâbi oldukları mevzuat uyarınca hazırlayacakları en son yıllık ve varsa son güncel ara dönem finansal tablolarında, 30/12/2013 tarihli ve 28867 mükerrer sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (II-16.1)’nin 8 inci maddesinde finansal tablo kalemleri için öngörülen eşikleri aşmamaları,
ç) Düzenli olarak takip ve kontrol edilen tescil edilmiş internet sitelerinin bulunması, Zorunludur.

²⁶⁷ Girişim şirketinin finansal tablolarında aktif toplam 19.500.000 TL ve net satış hasılatı dışında kalan gelir toplamı ve net satış hasılatının her ikisinin 9.750.000 TL’yi aşmaması gerekir.

²⁶⁸ Korkmaz, s.56.

Ancak böylesine bir atıf yerine girişim şirketlerinin aşmaması gereken finansal büyüklüklerin doğrudan Tebliğ’de düzenlenmesi daha doğru bir tercih olabilirdi²⁶⁹.

Bu başlık altında değinilmesi gereken diğer hususlardan biri de girişimcilerin faaliyet alanlarına ilişkindir. Diğer ülkelerde kitle fonlaması platformları ile fon toplayan girişim şirketlerinin faaliyet alanlarına ilişkin bir sınır getirilmemiştir. Ancak girişimciler için getirilen “teknoloji ve üretim” faaliyet alanı sınırlaması, Türkiye’de kitle fonlaması ile amaçlanan sektör gelişiminin sağlanmasına ve yatırımcının korunmasına hizmet eder²⁷⁰. Faaliyet alanı sınırlama hükmü, kitle fonlamasının amacı olan “teknoloji ve üretimde gelişim sağlama” ile örtüşmektedir²⁷¹.

Öte yandan yine Tebliğ m. 23’e göre bazı niteliklere sahip olan şirketlerin kitle fonlaması platformları aracılığıyla fon toplaması yasaklanmıştır. İlgili hükme göre; halka açık anonim şirketler ile sermaye piyasası kurumlarının önemli etkiye sahip ortak konumunda bulunduğu şirketler girişim şirketleri kapsamında değerlendirilmezler. Tebliğ, borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modeli ile fon arayan girişimcilerin “*Halka açık ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumları ile platforma başvuru tarihi itibarıyla itfa edilmemiş borçlanma aracı bulunan ihraççıların önemli etkiye sahip ortak konumunda bulunduğu şirketler*” arasında yer almaması ve “*platforma başvuru tarihi itibarıyla itfa edilmemiş borçlanma aracı bulunan ihraççı*” niteliğini haiz olmaması gerektiğini hükme almıştır [Tebliğ m. 23(3)(c)].

²⁶⁹ Tebliğ’in m. 21(1)(c) hükmünde belirlenen 3 eşikten hangilerinin dikkate alınması gerektiğine ilişkin tartışma hakkında bkz. Korkmaz, s.56-57.

²⁷⁰ Baytemür, s. 617. Girişim şirketinin teşviki esasını benimseyen İtalya da girişim şirketlerinin faaliyet alanlarına ilişkin bir sınır koymuştur hatta genç ve nitelikli nüfusun artması ve iş bulmasını kolaylaştırmak adına girişim şirketlerinin çalışanlarının belirli kısmının doktora öğrencisi ya da doktora mezunu olması gerektiğini düzenlemiştir. Türkiyede de böyle bir düzenleme öngörülebilirdi.

²⁷¹ Korkmaz, s.55.

Girişim şirketlerinin anonim şirket olarak faaliyet göstermesine ilişkin bir diğer önemli değerlendirme ise bu şirketlerin gelecekte halka açık anonim şirket sıfatını haiz olabilmesine ilişkindir. Esas itibarıyla, anonim şirketin halka açık olması için paylarının halka arz edilmesi ya da ortak sayısının beşyüzü aşarak paylarının halka arz edilmiş sayılması gerekir. Ancak paya dayalı kitle fonlaması ile paylarını satan anonim şirketler SPKn m. 3 uyarınca halka açık anonim şirket olarak nitelendirilmemiştir. Her ne kadar somut olayda halka arzın unsurları gerçekleşmiş olsa dahi girişim şirketi halka açık şirket statüsünü haiz olmayacaktır. Aynı şekilde pay sahibi sayısı 500’ü aşsa dahi yine SPKn’nın uygulaması söz konusu olmayacaktır.

Tebliğ, girişimciye yukarıda bahsedilenlerden başkaca şartlar da yüklemiştir. Bu şartlar yatırımcının korunmasına daıdır. Zira Tebliğ m. 23(4), girişimcinin bilgi formunda açıklanan projeden başka bir faaliyette bulunmasını yasaklamıştır. Bunun yanında yatırımcının korunması için girişimciye, ilişkili taraf işlemlerinden doğan borçlanmalarına ve kendi faaliyet alanları dışındaki borçlarına dair borçlanma sınırı getirilmektedir.

bb. Yıllık Fon Toplama Sınırı

Tebliğ, girişim şirketlerine fon toplama sınırı getirmiştir. Bu sınırlama Tebliğ’in m. 16(4) ve 19(6) hükümlerinde düzenlenmiştir. İlgili düzenleme girişimcilere, on iki aylık dönemde İzahname Tebliği’nde belirlenen izahname hazırlama yükümlülüğünden muafiyet sınırı kadar fon toplama yetkisi vermiştir. Dolayısıyla Türkiye’de de AB Tüzüğündeki sistem benimsenmiştir. Bu muafiyet sınırı her sene SPK’r bülteni aracılığıyla ilan edilir ve toplanacak para ilan edilen miktarı aşamaz. 2021 yılı için bu miktar 10.911,000 TL olarak belirlenmiştir²⁷². Ancak bu

²⁷² SPK’r Bülteni no. 2020/78, <https://spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=78>

miktar bir yıl içerisinde en fazla iki kampanya yapılarak toplanabilir. Bu düzenleme gerek yatırımcıları gerek girişimcileri korunmaya yöneliktir. Toplanan kaynağın yetersizliği projenin başarısız olma ihtimalinin yükselmesine neden olacağından kampanya sayısı sınırı bu yönüyle yatırımcıyı korumaktadır. Diğer taraftan, girişim şirketinin çok sayıda kitle fonlaması kampanya başvurusu yapmasının engellenmesi, girişimci için işlem maliyetinin azaltılmasına neden olduğu gibi zaman tasarrufunu da sağlar.

Tebliğ m. 16(7) girişimcilere bilgi formunda yer verilmesi kaydıyla talep edilen fon miktarının % 20'sine kadar ek fon toplama olanağını sağlamıştır. Ancak bu olanak paya dayalı modelin benimsenmesi ile söz konusudur. Diğer taraftan her halükârda girişimci için öngörülen ihraç sınırı geçilememektedir. Buna göre Tebliğ, girişimcinin nakte ulaşımında kolaylık sağlamıştır.

Borçlanma modelinin benimsenmesi durumunda yalnızca borçlanma araçları vasıtasıyla fon toplanabilir. Zira bu durum girişimcinin borçlanma araçları dışında iş modelleri geliştirmesini engellemektedir. Esasen yatırım sözleşmesinin düzenlenmesi ve kitle fonlaması için elverişli hale getirilmesi kâra katılma esasına dayalı yatırım modellerinin gelişimine olanak sağlayabilirdi.

Fon toplama sınırlanmasındaki temel düşünce yatırım risklerinin en aza indirilmesidir ve bu doğru bir uygulamadır. Diğer taraftan, nispeten küçük sayılan miktarlardaki sermaye artırımlarında ve borçlanmalarda kayıt yükümlülüğünün getirilmemesi, sermaye piyasası aracının kaydının neden olacağı maliyetin kitle fonlaması düzenlemelerinin faydasını aşacağı düşüncesiyle getirilmiştir²⁷³. Aksi

²⁷³ Bradford, S.C.: *Securities Regulation and Small Business: Rule 504 and The Case For An Unconditional Exemption*, The Journal of Small & Emerging Business Law 2001, V.5, I.1 (*Small Business*), s.29-33. Örneğin, ABD'de 20.000 USD'lik sermaye artırımında Sec nezdinde kayıt yapılması durumunda, kayıt masraflarının 20.000 USD'yi aşacağı ileri sürülmüştür.

durumda, kitle fonlaması düzenlemelerinin temelinde yatan “yenilikçi iş fikrine sahip girişimciye nakde ulaşma kolaylığı sağlanması” menfaatine aykırı bir düzenleme yapılmış olacaktı²⁷⁴.

cc. Fon Toplamaya İlişkin Esaslar

Girişimcinin fon toplamak için platforma başvurması kampanya sürecini başlatır. Girişimcinin yatırımcıları aydınlatma borcu kapsamında bilgi formu hazırlama yükümlülüğü bulunur. Diğer taraftan girişimcinin pay satışı yapacaksa fizibilite, borçlanma modelini benimseyecekse kredibilite raporu hazırlaması gerekir. Bu raporların içeriği Tebliğ’in ekinde yer alır. Mezkûr raporlar girişimcinin hedefini, geleceğe dair planlarını detaylı bir şekilde gösterir niteliktedir.

Yatırım komitesi, bilgi formunu ve fizibilite ile kredibilite raporlarını inceleyerek ilgili projelerin uygunluğunu karara bağlar. Karara bağlarken bir değerlendirme yapmalıdır. Bu değerlendirmenin olumlu sonuçlanması ile bilgi formu platformun kampanya sayfasında yayımlanır. Diğer taraftan yatırım komitesi, girişimcinin hazırladığı kredibilite ve fizibilite raporlarını ele alarak değerlendirme politikası oluşturur. Bu değerlendirme politikası nesnel değerlendirme ölçüt ve yöntemlerini içermektedir. Değerlendirme politikası, platformun yönetim kurulu tarafından karara bağlanmasıyla kamuya açıklanmaktadır. Görüldüğü üzere yatırım komitesinin fon toplama sürecine ilişkin denetleyici işlevi bulunmaktadır. Zira yatırım komitesinin projeye dair olumsuz nitelikte değerlendirme politikası oluşturması platform yönetim kurulunun ilgili projeye yatırım imkânını ortadan kaldırmasına neden olur.

²⁷⁴ Korkmaz, s.58.

Tebliğ girişimciye, borçlanma modelinin benimsenmesi durumunda ifaya ilişkin bir seçimlik hak bahsetmiştir. Tebliğ m. 13'e göre bilgi formunda yer verilmesi ve yatırımcının elektronik ortamda rızasının alınması şartıyla girişim şirketi, borçlanma aracından doğan borcunu şirketin paylarının verilmesi ile ifa edebilir. Bu düzenleme girişimcinin yatırımcıya karşı ödeme gücünü çekmesini engellerken yatırımcıya başarılı olacağını düşündüğü projeye ve şirkete katılma fırsatı verir.

dd. Girişimcinin Elde Ettiği Fonun Karşılığında Çıkarılan Payın Yatırımcı Tarafından İktisabı ve Sermaye Artırım Kararı

Girişim şirketi, toplanan fonların kendisine aktarımından önce kurulmalıdır. Diğer taraftan, girişim şirketi payları karşılığında yatırımcılardan elde edilen fonun tamamının nakden ödenmesi gerekir. Aynı durum borçlanma modelinin benimsenmesi durumunda da geçerlidir. Yatırımcıların elde edeceği paylar şirketin mevcut payları değildir; sermaye artırımını yoluyla doğacak paylardır. Dolayısıyla kitle fonlaması sonucunda elde edilen kaynağın şirket malvarlığına ait olması gerekmektedir. Yatırımcılar, aktardıkları fonlar karşılığında girişimci şirket paylarını aslen iktisap eder²⁷⁵.

Tebliğ'in var olan payların satışını engelleyerek sermaye artırımını yoluyla pay satışına izin vermesindeki amacı, toplanacak fonun doğrudan girişim şirketine getirilmesini sağlamaktır²⁷⁶. Bu yönüyle ilgili sermaye artırımını tahsisli satışın özelliğini ihtiva eder. Zira tahsisli satışta da yalnızca sermaye artırımını ile ortaya çıkan payların satışı söz konusudur²⁷⁷. Diğer taraftan tahsisli satışın müstakbel yatırımcılara

²⁷⁵ Poroy, R./Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.: Ortaklıklar Hukuku I, 13. Bası, 2014 İstanbul, N.809- N.827; Bahtiyar, M.: Ortaklıklar Hukuku, 14. Bası, İstanbul 2020, s.284; Çonkar, M. H.: Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sıfatının İspatlanması, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008, s.14.

²⁷⁶ Yüksel, s.1947.

²⁷⁷ Manavgat, M. Ç.: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016 (Halka Arz), s.553.

yapılabilmesi için mevcut ortakların rüçhan hakkı kısıtlanmalıdır²⁷⁸. Aynı durum girişim şirketleri için de geçerlidir. Zira paya dayalı kitle fonlamasında yapılacak olan pay satışı müstakbel yatırımcılar içindir. Rüçhan hakkı sınırlandırılmasının halka açık olmayan şirketler tarafından gerçekleştirilmesi durumunda TTK m. 461 hükmü uygulanmalıdır. İlgili hükme göre rüçhan hakkı sınırlamasının haklı bir nedene dayanması gerekmektedir. Diğer taraftan bu karar ile hiç kimse haklı görülmeyecek şekilde yararlandırılmaz ve kayba uğratılmaz. Hüküm halka arzı haklı sebep olarak görmektedir. Dolayısıyla sermaye artırımını yoluyla halka arzda başkaca bir sebebe gerek kalmadan girişimcilerin rüçhan hakları kısıtlanabilir. Ancak girişim şirket paylarının tahsisli satışında bir halka arz olmadığından haklı bir sebep gerekir²⁷⁹. Bu durumda halka arzdaki ihraççı ile kitle fonlamasındaki girişimcinin aynı durumda olması, iki işlemin amacının aynı olması girişimcilerin rüçhan haklarının kısıtlanabilmesi sonucunu doğurur. Zira gerek halka arzda gerek kitle fonlamasında amaç geniş bir kitleden fon toplanmasıdır. Diğer taraftan Tebliğ’de düzenlenmemiş olsa bile kitle fonlamasının kitle kaynaklı unsurunun gerçekleştirilmesi için rüçhan haklarının kısıtlanması fiili bir zorunluluk arz etmektedir²⁸⁰.

Sermaye artırımını yoluyla pay satışında gelir muhasebesel olarak şu şekilde kayda alınır: girişim şirketinin bilançosunun pasif kısmındaki sermaye hesabında alacaklandırma yapılır aktif kısmında kasa borçlandırılır²⁸¹. Yani şirketin kasasına bir miktar para girişi yapılır. Var olan payların satışı ise ikincil piyasa işlemidir ve şirketin malvarlığında değişiklik yaratmaz.

²⁷⁸ Işiker, M./Taş, O.: *Borsa İstanbul’daki Bedelli Sermaye Artırımı Haberlerinin Etkileri Üzerine Bir Çalışma*, Beyder 2016, s.2.

²⁷⁹ Aydoğan, G.: *Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhracı*, Batider 2017, C.33, S.4, s. 243-244.

²⁸⁰ Korkmaz, s.63.

²⁸¹ Mugan, C. S. /Akman, N. H. :Pricinciples of Financial Accounting Based on IFRS, 5th Edition, New York 2012, s.340-341.

İlgili düzenleme hakkındaki mevcut durumun sermaye piyasası hukuku bakış açısıyla bakıldığında amaca hizmet ettiği düşünülmektedir. Zira kitle fonlamasında halka arzın unsurları gerçekleştiğinden payların fiilen halka arz edilmesine göre bir değerlendirme yapılabilir. Buna göre paylar sermaye artırımını ya da var olan payların satışı yoluyla halka arz edilecektir. Bu itibarla sermaye artırımını yoluyla halka arz, bilhassa ilk halka arz evresinde ihraççılar tarafından da tercih edilen yöntemdir. Yatırımcının halka arzda ödediği bedel, ortaklık sermayesine dâhil olur ve şirket bu parayı işletme amacı kapsamında kullanır. Pay sahipleri bunun karşılığında temettü alır ve pay fiyatında artış olmasını bekler²⁸². Şirketin var olan paylarının satışı suretiyle halka arz edilmesi durumunda halka arz sonucunda elde edilen kaynak ortaklara ait olacağından şirkete bir faydası dokunmayacaktır²⁸³. Sonuç olarak, kitle fonlamasında da yatırımcıların en büyük beklentileri temettü ve pay fiyatlarının artması olduğundan payların aslen iktisap edilmesi yönteminin benimsenmesi ve var olan payların satılamaması kitle fonlaması bağlamında normun koruma amacına uygundur²⁸⁴. Zira girişim şirketinin amacı nakit elde ederek projeyi hayata geçirmektir.

Kitle fonlaması platformları aracılığıyla toplanan fonun girişimciye aktarılması için girişim şirketinin anonim şirket olarak kurulması, akabinde girişim şirketi tarafından sermaye artırımını yapılması ve payların elde edilmesi için pay bedelinin nakden ödenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, sermaye artırım kararı aşamasında doğal olarak karşımızda bir girişimci değil girişim şirketinin olduğunu belirtmek gerekir.

²⁸² Manavgat Halka Arz), s.636-637.

²⁸³ Manavgat (Halka Arz), s.637.

²⁸⁴ Normun Koruma Amacına İlişkin bkz. Atamer, Y. M.: Haksız Fiillerden Doğan Sorumluluğun Sınırlandırılması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 1993, s. 95 vd.

Girişim şirketinin hangi organının sermaye artırımı kararına vermeye yetkili olduğuna dair soru girişim şirketinde hangi sermaye sisteminin benimsendiğine göre cevaplandırılır. Esas sermaye sisteminde sermaye artırımı kararını genel kurul alırken, kayıtlı sermayede bu yetki esas sözleşmede belirtilen kayıtlı sermaye tavanı ile sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna aittir²⁸⁵. İki sisteme göre de sermayenin taahhüdü yoluyla sermaye artırımı yapılabilmesi için nakdi sermayenin tamamının ödenmiş olması gerekmektedir²⁸⁶. Nakdi sermaye taahhüdünün tamamının ödenmiş olması şartı pek çok boyutuyla girişim şirketi açısından koruyucu niteliği haizdir ve kanun bu amacı gütmektedir. İlk olarak bu düzenleme, sermayeye ihtiyacı olan girişim şirketinin sermaye artırımına gitmeden önce pay sahiplerinde kalan iştirak taahhüdü alacağını temin ederek ihtiyacını karşılama olanağı vermiştir²⁸⁷. Diğer taraftan, ne zaman talep edileceği ve ödenmesi belli olmayan arka arkaya taahhütler yoluyla artırım yapılması önlenmek istenmiştir²⁸⁸. Bu durumda, kuruluş için sermaye taahhüdünün 1/4'ü ödense bile sermaye taahhüdü için geri kalan taahhüdün tamamının kampanya süresinin sona ermesini takip eden 30 işgünü içinde ödenmesi gerekir [Tebliğ m. 17(7)(b)(1)]. Girişim şirketlerinin kuruluş aşamasında girişimciler için TTK sisteminden ayrı bir kural getirilmiştir. Tebliğ girişimci açısından asgari sermaye tutarının kuruluş aşamasında ödenmesini ağır bir şart olarak değerlendirilmiştir. Zira anonim şirketin kuruluş aşamasında ödenen bedelin yatırımcılar tarafından aktarılan fondan

²⁸⁵ Moroğlu, E. : Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, 4. Baskı, İstanbul 2018 (Sermaye Artırımı), s. 10.

²⁸⁶ Tekinalp, Ü.: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 4. Baskı, İstanbul 2015 (Sermaye Yeni), s.60. İç Kaynaklardan sermaye artırımlarında bu koşul bulunmamaktadır.

²⁸⁷ Pulaşlı, H.: Şirketler Hukuku Temel Esaslar, 6. Baskı, Ankara 2020, s.496. ; Bahtiyar, s.353; Düden, S.: Anonim Şirketlerde Dış Kaynaklardan Sermaye Artırımı, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2021, s.17.

²⁸⁸ Moroğlu (Sermaye Artırımı), s.45-46.

sağlanabileceği hükme alınmıştır. Diğer taraftan kuruluştan sonra sermaye artırım kararı almak için tüm iştirak taahhütlerinin ödenmesi de zorluk yaratacaktır²⁸⁹.

ee. Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Paya İlişkin Özel Durumlar

aaa. Oydan Yoksun Paylar

Girişim şirketinin ve yatırımcının durumu göz önüne alındığında oydan yoksun pay ihraç edilmesi kitle fonlamasının ruhuna uygun bir durumdur. Yatırımcılara genel kurulda oy hakkı verilmesi şirketin etkin bir şekilde yönetilmesini engeller. Zira kitle fonlaması yatırımcılarının girişimcinin üreteceği mal ve hizmete dair bilgi sahibi olması beklenemez. Diğer taraftan yatırımcılar şirket yönetimi ve finansal yönetime ilişkin de yeterli bilgi ve deneyime sahip değildirler. Dolayısıyla paya dayalı kitle fonlaması modelinde girişimcilere oydan yoksun pay ihdas etme hakkı verilmelidir. Öte yandan girişim şirketleri bakımından ele alındığında, küçük tasarruf sahibi ortaklar yüksek mali getiri karşılığında genel kurulda oy kullanma hakkından vazgeçmeye hazırdır yani şirketi idareye yönelik bir gayeleri bulunmamaktadır²⁹⁰. Diğer taraftan mevcut pay sahipleri açısından ise şirketteki kontrol güçleri ellerinden alınmamaktadır. Oydan yoksun payların ihraç edilmemesi girişimcilerin şirkette kontrol gücünün kaybolmasına neden olur²⁹¹. Kitle fonlaması açısından bakıldığında, girişimcilerin yürüttükleri faaliyetlerin teknoloji ile üretime ilişkin olmasından ötürü yatırımcılar faaliyet konusuna yabancı kalacak ve girişim şirketinin hızlı karar alması engellecektir. Bu durumda yatırımcının oydan yoksun payları edinmesi şirketin karar alma süreçlerinde de hız kazandıracaktır. Diğer taraftan kitle fonlamasının doğası gereği yatırımcıların büyük bir kısmının yeterli bilgi ve deneyime sahip

²⁸⁹ Baytemür, s.625.

²⁹⁰ Aktaş, M. M.: *Seri I No:36 sayılı Tebliğ ve Türk Hukukundaki İlk Uygulaması Beraberinde Oydan Yoksun Paylar*, Batider 2010, C. 26, S. 2, s.76.

²⁹¹ Yüksel, s.1954.

olmaması nedeniyle şirketin faaliyetine yönelik belirli kararları almaya kabil olması göz önüne alındığında oydan yoksun payların ihracı hem girişimciyi hem yatırımcıyı korumak adına faydalıdır.

Girişimci şirket TTK m. 434(2) hükmüne göre oydan yoksun pay ihraç edemez²⁹². Kitle fonlaması süresi sonunda sermaye artırımını yoluyla oydan yoksun pay çıkarılabilmesi için özel bir düzenleme gerekmektedir²⁹³. Bu bağlamda SPKr'ye payın niteliğine ilişkin düzenleme yapma yetkisi verilmeli ve oydan yoksun paya ilişkin kanunda sağladığı imtiyazları ya da hangi durumlarda adi paya dönüşeceğine dair detaylı bir düzenleme yapılmalıdır²⁹⁴.

bbb. İmtiyazlı Paylar

Kitle fonlaması platformları aracılığıyla satılan paylar üzerinde imtiyaz tanınabilir. Tebliğ m. 16(3)'e göre paylar üzerinde imtiyaz tanınabilmesi için imtiyazlara ilişkin bilgilerin girişimci tarafından hazırlanan bilgi formunda belirtilmesi gerekmektedir. Diğer yandan nitelikli yatırımcılar haricindeki yatırımcılara verilecek paylar arasında imtiyaz farkı yaratılamaz. Bu itibarla, sermaye artırımını yapılmadan önce zaten pay sahibi olan girişimciler için sınırlama söz konusu değildir. Kitle fonlaması platformları aracılığıyla pay satın alan yatırımcılar için de imtiyaz farkı kısıtlaması hem nitelik hem de nicelik itibarıyla²⁹⁵ İmtiyaz; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan, oy hakkı gibi haklar üzerine kurulabilir.

²⁹² TTK m. 434 (2)'ye göre: "Her pay sahibi sadece bir paya sahip olsa da en az bir oy hakkını haizdir. Şu kadar ki, birden fazla paya sahip olanlara tanınacak oy sayısı esas sözleşmeyle sınırlandırılabilir."

²⁹³ Bilgiç, H.: Anonim Şirketlerde Oy Hakkında İmtiyaz, Ankara 2017, s.41.

²⁹⁴ Yanlı (Kitle Fonlaması), s.45.

²⁹⁵ Yanlı (Kitle Fonlaması) s.45. Yazar ilgili hükmü şu şekilde örneklendirmiştir:

İlk örnek nicelik açısından ayırım yapılamayacağına dairdir ve buna göre nominal değerleri aynı olan bazı payları 1 diğerlerine 3 oy hakkı tanınabilir ama bir diğer gruba 6 oy hakkı tanınamaz. Nitelik açısından ise, bazı paylara oy hakkında bazılarının ise kara katılma hakkında imtiyaz tanınamaz.

İmtiyazları kitle fonlaması kapsamında ele almak gerekir. Bu durumda nakde ihtiyacı olan ve henüz yeni kurulmuş ya da kurulacak olan girişimcilerin durumu göz ardı edilmemelidir. Bazı yatırımcılara oy hakkı, yönetimde temsil edilme, rüçhan hakkı imtiyazlarının verilmesi girişimciler için karar alma süreçleri açısından baskı oluşturabilecektir. Diğer taraftan, yatırımcıların büyük bir çoğunluğu girişimcinin ortaya çıkaracağı ürüne, ürünün üretim ve piyasaya sunulmasına ilişkin yeterli bilgi ve deneyime sahip olmadığı dikkate alındığında imtiyazlı pay tesis etmenin öncelikle kitle fonlaması girişimcileri üzerinde olumlu bir etki yaratması beklenemez. Diğer taraftan bu imtiyazlar uzun vadede şirketin verimli bir şekilde yönetilememesine yol açabileceğinden şirketin değerini düşürecek ve gerek imtiyazlı gerek adi pay sahiplerinin zarar etmesine yol açacaktır.

ff. Kamuyu Aydınlatma

Sermaye piyasası hukukunda korunması gereken en önemli iki değer sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması ile tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasıdır. Kitle fonlaması bağlamında, internet üzerinden yapılacak kampanyalar maliyetleri düşürse de bilgi asimetrisi açısından büyük bir problem doğurur. Zira girişim şirketinin yeni kurulmuş olduğu varsayıldığında girişimcinin geçmişine dair bilginin olmaması ve yapılacak sermaye artırım bedelinin düşük olması, proje sahibinin doğru bilgi aktarmaması için bir teşvik niteliğinde olabilir. Bu yüzden kitle fonlaması bağlamında kamuyu aydınlatma çok kritik bir öneme sahiptir²⁹⁶.

²⁹⁶ Black, B. S.: *Information Asymmetry, The Internet and Securities Offerings*, Journal of Small and Emerging Bus. L. 1998, Vol. 2, s.2.

Paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla yatırım yapmak isteyen yatırımcıların da sermaye piyasası hukukunun “yatırımcının korunması” ilkesinden faydalanması gerekir. Zira yatırımcıların kitle fonlamasının doğası nedeniyle genel itibariyle yeterli bilgi ve deneyime sahip olmadığı göz önünde tutulursa, yatırımcının korunması daha özellikli bir durum haline gelir. Bu itibarla girişimci, izahname ve ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğünden ve halka açık şirketin yükümlülüklerinden muaf tutulmuştur. SPKn m. 35/A hükmü vasıtasıyla SPKr’ye kitle fonlamasına ilişkin düzenleme yetkisi verilmiş ve SPKr de girişimciye yatırımcının bilgi asimetrisi sorununu en düşük seviyeye indirmesi için bilgi formu hazırlamasını emretmiştir. Tebliğ m. 16(3)’e göre girişimcinin fon toplayabilmesi için bilgi formu hazırlaması gerekir. Bilgi formunun yatırım komitesi tarafından onaylanması ve bu formun kampanya sayfasında yayımlanması zorunlu tutulmuştur. Bilgi formunun yatırım komitesi ²⁹⁷ tarafından onaylanması için yatırım komitesinin formda yer alan bilgilerin tutarlı ve anlaşılabilir olduğunu tespit etmesi gerekmektedir.

Kurulun internet sayfasında belirtilen Tebliğ’in ekleri kısmının ilkinde “*Girişimciler*” başlığı altında “*Paya Dayalı Kitle Fonlaması Bilgi Formu*” bulunmaktadır ²⁹⁸. Diğer taraftan, “*Proje*” başlığı altında “*Paya Dayalı Kitle Fonlaması Bilgi Formu*” bulunmaktadır²⁹⁹. Tebliğ’in Ek 2 bölümünde ise platform

²⁹⁷ Yatırım komitesi Tebliğ’de: “*Girişim şirketine veya girişimciye ait projeye ilişkin hazırlanan fizibilite raporunu değerlendiren, kampanyalara ilişkin hazırlanan kitle fonlaması bilgi formunu onaylayan ve platform yönetim kurulu tarafından belirlenen komite*” olarak tanımlanmıştır (Tebliğ m.4)

²⁹⁸ Girişimciler başlığı altındaki bilgi formu taslağı için bkz. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1320> (Son Erişim Tarihi: 05.05.2021)

²⁹⁹ Proje başlığı altındaki bilgi formu taslağı için bkz. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1321> (Son Erişim Tarihi: 05.05.2021).

yönetim kuruluna sunulacak fizibilite raporunun asgari unsurları içeren bir belge yer almaktadır³⁰⁰.

Girişim şirketi başlıklı forma göre bilgi formunun başlangıcında bir özet bölümü düzenlenmiştir ve buna göre girişim şirketi, platform ve kampanya hakkında özet bilgilerin düzenlenmesi öngörülmüştür. Bu bilgi formunda girişim şirketinin faaliyet konusu ve iş modeli, sektör ve pazar analizi, ortaklık yapısı, ortaklar, şirket payları ve yönetim kurulu ile yöneticiler hakkında bilgiler yer almaktadır. Devamında ise girişim şirketinin mali tabloları³⁰¹, fon kaynakları ve nakde ulaşma yapısı, kampanya hakkında bilgiler³⁰², risk faktörleri, paylar ve satış esasları ve platform hakkında bilgiler açıklanır. Proje başlıklı bilgi formunda ise proje, girişimci, platform ve kampanya hakkındaki özet bilgiler açıklandıktan sonra proje hakkında detaylı bilgiler verilir³⁰³. Girişimci ve kampanya hakkında detaylı bilgiler, risk faktörleri, paylar ve satış esasları ve platform hakkında bilgiler açıklanır. Proje esaslı bilgi formu taslağının ekleri kısmında ise girişimci ve ekip üyelerinin özgeçmişleri, atıf yapılan/referans verilen veri ve raporlama kaynakları, fon kullanım raporu ve varsa pay satış fiyatının tespiti amacıyla hazırlanan raporlar sunulur.

³⁰⁰ Fizibilite Raporunda bulunması gerekenler için bkz. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2019/10/20191003-5-1.pdf> (Son Erişim Tarihi: 05.05.2021). Yeni Tebliğ ile borçlanmaya dayalı model de benimsenmiştir ancak borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına ilişkin bilgi formu taslağı henüz yayımlanmamıştır.

³⁰¹ Girişimci için Paya Dayalı Kitle Fonlaması Bilgi Formu Taslağı, s.6. (<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1320>) (Son Erişim Tarihi: 10.05.2021). Tebliğe göre finansal bilgiler, finansal durum ve faaliyet sonuçları hakkında bilgileri, fon kaynakları ve nakit yapısı hakkında bilgileri ve hukuki durumu kapsar. Bu bölümde, girişim şirketinin varsa Türkiye Muhasebe-Finansal Raporlama Standartları (TMS/TFRS) çerçevesinde hazırlanan son iki yıllık hesap dönemlerine ait finansal bilgilere yer verilecek, ancak bunlarla ilgili herhangi bir yorumda bulunulmayacaktır.

³⁰² Girişimci için Paya Dayalı Kitle Fonlaması Bilgi Formu Taslağı, s.8. (<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1320>) (Son Erişim Tarihi: 10.05.2021). Kampanya hakkındaki bilgiler, genel gerekçe ve temel bilgiler, fon kullanım yeri, kar tahmin ve beklentileri, başarı ya da başarısızlıkla sonuçlanan kampanyalar hakkında bilgileri içerir.

³⁰³ Proje için Paya Dayalı Kitle Fonlaması Bilgi Formu Taslağı için bkz. (<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1321>) (Son Erişim Tarihi: 10.05.2021). Proje hakkındaki bilgiler, kısa tanıtımı, kapsamı, amacı, konusu, ürün ve hizmetleri, sektör ve pazar analizini, ticarileşme planı ve iş modelini, proje bütçesini, izin ve onayları kapsamaktadır.

Yukarıda belirtildiği üzere kamuyu aydınlatma sermaye piyasası hukuku için olmazsa olmaz bir unsurdur. Zira ABD Federal Mahkemesinin *Ralston Purina*³⁰⁴ kararında, yatırımcının doğru bilgileri referans alarak karar vermesinin yatırımcının korunması açısından çok önemli bir olgu olduğuna vurgu yapılmıştır³⁰⁵. Ancak kitle fonlaması sürecinde karşı karşıya kalınan kitle çok karmaşık ve belirsizdir³⁰⁶. Bu itibarla yatırımcıya açıklanacak bilginin seviyesi ülkelerin sermaye piyasası düzenleyicilerine bırakılmıştır ancak, girişim şirketlerinin finansal durumları dikkate alındığında hazırlanacak bilgi formunun izahname hazırlama maliyetinden düşük olması gerekmektedir.³⁰⁷

Yatırımcının tam ve doğru bilgiye ulaşması adına Tebliğ, kampanya süresi içinde, yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek değişikliklerin veya yeni hususların ortaya çıkması halinde, bu durumun derhal platforma bildirilmesini emretmiştir. Bildirimin ne zaman yapılacağına dair bir süre öngörülmemekle beraber yatırım komitesinin bildirimden sonra iki gün içerisinde ilgili bilgiyi onaylaması ve kampanya sayfasında yayımlanması gerekmektedir³⁰⁸.

³⁰⁴ *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119, 124 (1953).

³⁰⁵ Ibrahim (*Angel Investors*), s.593.

³⁰⁶ Heminway, J. M.: *Investor and Market Protection in The Crowdfunding Era: Disclosing to and for the "Crowd"*, Vermont Law Review 2014, Vol. 38 (*Crowd*), s.829.

³⁰⁷ Korkmaz, s.67.

³⁰⁸ Tebliğ m. 28 uyarınca aşağıdaki durumlarda kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün doğduğu varsayılmaktadır:

- a) Girişim şirketi aleyhine fesih davası açılması, bu davanın sonuçlanması, varsa esas sözleşmede tayin edilen bir fesih sebebinin gerçekleşmesi veya genel kurulda girişim şirketinin feshine karar verilmesi,
- b) Girişim şirketinin konkordato için başvurusu, bu başvurunun sonuçlanması,
- c) Girişim şirketi aleyhine iflas davası açılması, bu davanın sonuçlanması veya girişim şirketinin tasfiyesi sonucunu doğurabilecek sona erme nedenlerinden birinin gerçekleşmesi,

ç) Girişim şirketinin yönetim kontrolünün el değiştirmesi durumlarında girişimcilerin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ortaya çıkar. Yapılacak açıklamalar Türkçe yapılmalıdır ve açıklamalar yanlış, yanıltıcı, temelsiz veya eksik olamayacağı gibi girişim şirketinin mevcut durumu hakkında yanlış kanaat uyandıracak nitelikte de olamaz.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kampanya sürecinden sonra da devam etmektedir. Bu itibarla paya dayalı kitle fonlaması bakımından yapılacak açıklamalar kampanyanın gerçekleştiği takvim yılını izleyen beşinci yılın sonuna kadar kampanya sayfası ve girişim şirketinin tescil edilen internet sitesi üzerinden yapılır. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında ise borçlanma araçlarının itfa edildiği tarihe kadar devam eder. Diğer taraftan girişim şirketlerine veya projelere ilişkin olarak yapılacak tanıtım ve reklamlar manipülatif nitelikte olamaz. Reklamlarda ve bilgi formunda yer verilen bilgiler uyumlu olmalıdır.

gg. Özel Amaçlı Bağımsız Denetim

Girişimcilerin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri kapsamında hangi projelere istinaden kaynak aradıklarını bilgi formunda belirtmeleri zorunludur. Diğer taraftan yatırımcılardan elde edilen fonlar, girişimciler tarafından kampanyada belirtilen proje için harcanmalıdır. Bu itibarla Tebliğ, toplanan fonun belirtilen amaçlar için harcandığının tespitini sağlamak adına girişimcilerin denetlenmesini emretmiştir. Girişimcilerin topladığı fonların kullanımının denetimine ilişkin esaslar Tebliğ m. 21 ve 22’de düzenlenmiştir.

Tebliğ m. 21 paya dayalı modelde fon kullanım yerlerini düzenlemiştir. Buna göre girişimciler, toplanan fonları projeden kaynaklanan harcamalar için kullanmalıdır. Borçlanmaya dayalı modelde ise vade boyunca oluşan gelirlerin öncelikle yatırımcılara yapılacak ödemelerde kullanılması gerektiği hükme alınmıştır. Bu bağlamda fonların kullanıldığı yerler kampanya sayfasından duyurulmalıdır.

d) Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması kapsamında, varsa fonlanan şirketin temerrüde düştüğü kampanya sayısı ve toplam temerrüt tutarı.

Paya dayalı kitle fonlaması modelinde toplanan fonların amaca uygun kullanıp kullanılmadığına dair rapor Kanun uyarınca listeye alınmış bağımsız denetim kuruluşu tarafından hazırlanmaktadır. Özel amaçlı bağımsız denetimin kapsamı toplanan fonların bilgi formunda ilan edilen amacına uygun olarak kontrolü ve denetimi olarak belirlenmiştir³⁰⁹. Dolayısıyla bağımsız denetçi fonların kötüye kullanılıp kullanılmadığını tespit ederek hatalı ve hileli işlemleri denetleyecektir³¹⁰. Raporun hazırlanma sıklığı toplanan fonun miktarına göre değişmektedir. Bu bağlamda 1 milyon TL'nin üzerinde toplanan fonların denetimi nakdin girişim şirketine aktarıldığı tarihten itibaren yıllık olarak gerçekleştirilir. Bu miktarın altında kalan fonlamalarda denetim, nakdin tamamının kullanılacağına belirtildiği tarih itibarıyla yapılır. Raporlar, denetim raporu hazırlama yükümlülüğünün doğduğu tarihten itibaren otuz gün içerisinde hazırlanır. Hazırlanan raporlar girişim şirketinin internet sitesinde yayımlanır.

SPK ve TTK'ya göre bağımsız denetimin amacı şirketlerin hazırladığı finansal tabloların doğruluğu ve güvenilirliği hakkında görüş vermektir³¹¹. Denetçi kitle fonlamasında ise girişimcinin harcamaları ile kampanyanın amacı arasındaki uyumu tespit eder. Bağımsız denetim, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ve yatırımcının korunması arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır³¹². Diğer taraftan bağımsız denetçi ile girişim şirketi arasındaki ilişkinin hukuki niteliği tespit edilmelidir. Doktrindeki bir

³⁰⁹ Bağımsız denetimin kapsamı hakkındaki soruna ilişkin detaylı bilgi için bkz. Manavgat, M. Ç. : *Anonim Ortaklıklarda Bağımsız Denetimin Kapsamı*, Batider 2014, C.30, S.3, (Bağımsız Denetim) s.41-61.

³¹⁰ Manavgat (Bağımsız Denetim), s. 58. Yazara göre varlıkların kötüye kullanılması fiili kasıtlı olarak işlenmeye elverişlidir.

³¹¹ Tutulmaz, H.: *Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim ve Özellikle Bağımsız Denetim Kuruluşlarının Sorumluluğu*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2018, s.4.

³¹² Urkan, E. :*Sermaye Piyasalarında Bağımsız Denetim ve Bağımsız Denetimden Kaynaklanan Sorumluluk*, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2015 (Sorumluluk) s. 13-20.

görüş bağımsız denetim sözleşmelerini eser sözleşmesi olarak nitelendirmiştir³¹³. Diğer taraftan bağımsız denetim sözleşmesi *sui generis* sözleşme olarak nitelendirilmelidir³¹⁴. Zira kanunda düzenlenmiş sözleşme tiplerinin hiçbirisi tamamen bağımsız denetim ilişkisine uygun düşmemektedir. Bu durumda bağımsız denetim sözleşmelerine TBK'nın genel hükümler ile TTK, SPKn ve Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu düzenlemeleri doğrudan uygulancak, TBK'nın özel hükümleri ise uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulancaktır³¹⁵.

Bağımsız denetim şirketinin sorumluluğunu sözleşmenin diğer tarafına karşı sorumluluk ve üçüncü kişiye karşı sorumluluk olarak ikiye ayırmak gerekir. Bu bağlamda sözleşmenin diğer tarafına karşı sorumlulukta sözleşmeye aykırılık hükümlerine başvurulmalıdır. Denetçinin denetim faaliyetini gerçekleştirirken ya da rapor hazırlarken borca aykırı davranması tazminat sorumluluğunu gündeme getirir³¹⁶. Bağımsız denetçinin üçüncü kişilere karşı sorumluluğunun kaynağı ise haksız fiile dayanmaktadır³¹⁷.

Tebliğ bu düzenlemeler ile harcamalara ilişkin bilgi asimetrisini en aza indirgeyerek yatırımcının korunmasını hedeflemektedir. Zira yatırımcı Tebliğ hükümleri vasıtasıyla aktardığı fonların hangi amaçlarla harcandığı bilgisini elde edebilecektir. Öte yandan bu denetim, girişimcilerin keyfi harcamalarda bulunmasını engeller. Zira özel amaçlı bağımsız denetçilerin toplanan fonların amaca uygun olarak kullanılmadığını tespit etmesi durumunda bunu Kurula bildirmesi gerekir. Bu bildirim üzerine Kurul suç ihbarında bulunabilir. Bu düzenleme girişimci açısından baskı

³¹³ Tekinalp (Sermaye Yeni), s.428.

³¹⁴ Tutulmaz, s.58;

³¹⁵ Urkan (Sorumluluk) s.77.

³¹⁶ Urkan, E.: *TK ve SPK'da Bağımsız Denetim Sözleşmesi*, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi 2019 (Sözleşme), s.321-324.

³¹⁷ Tutulmaz, s.124.

oluşturur ve toplanan fonların kampanya sayfasında belirtildiği gibi harcanmasına hizmet eder. Diğer taraftan özel amaçlı bağımsız denetim, girişim şirketi açısından uyum maliyetlerine katlanılmasına neden olur. Zira bağımsız denetçi için harcanan para girişimci için maliyet anlamına gelecektir. Bu bağlamda yatırımcının korunması menfaati gözetilirken girişimcinin ucuz fon toplama menfaati göz ardı edilmiştir. Ancak özel amaçlı bağımsız denetimin bir diğer öneminden de bahsetmek gerekir. Girişimci için bağımsız denetim yükümlülüğü getirilmesi, yatırımcının kitle fonlamasını güvenli bir fonlama yöntemi olarak nitelendirmesini sağlar. Zira özel amaçlı bağımsız denetim sayesinde yatırımcı, aktardığı fonların nerelerde harcandığını görebilecektir. Bir yatırımcı açısından yaptığı yatırımın hangi amaçlarla harcandığını görmek onun kandırılmadığını hissetmesini sağlayacaktır. Özel amaçlı bağımsız denetim, yatırımcının dolandırılması riskini azalttığı gibi kitle fonlamasına güven duymasını sağlar ve yatırım kararının daha kolay bir şekilde alınması yardımcı olur.

Borçlanmaya dayalı modelde toplanan fonların kampanyada belirlenen amaçlarla kullanılıp kullanılmadığına dair denetimi yatırım komitesi yapar. Denetim raporunun hazırlanma aralığı paya dayalı modelde olduğu gibi toplanacak fon miktarına bağlı olarak belirlenmektedir. Bu durumda denetim raporu; 1 milyon TL'nin üzerinde fon toplanması durumunda yılda bir kez, 1 milyon TL'nin altında toplanan fonlarda ise fonların tamamının kullanılacağına belirtildiği tarih itibariyle düzenlenir. Yatırım komitesi üyelerinin belirli nitelikleri haiz olması gerektiği düşünüldüğünde yatırımcının korunması ve kitle fonlamasına olan güvenin sağlanması açısından yapılan açıklamalar burada da geçerli olacaktır³¹⁸. Ancak sorumluluk açısından

³¹⁸ Tebliğ m. 9(2)'ye göre borçlanmaya dayalı modelin benimsendiği kampanyalarda yatırım komitesinin paya dayalı modeldekine göre daha nitelikli olması beklenmektedir. Zira borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında ek olarak yatırım komitesi üyelerinin ek lisanslara ve tecrübelere sahip olması beklenir.

yatırım komitesine ilişkin bir düzenleme bulunduğundan Tebliğ m. 29 hükmü uygulanmalıdır. İlgili hükme göre yatırım komitesi için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmemesinden yatırım komitesi üyeleri ile yönetim kurulu üyeleri beraber sorumlu tutulmuştur. Bu durumda platformun yönetim kurulu üyelerinin özel amaçlı denetim bağlamında gözetim sorumluluğu devam edecektir.

Girişim şirketi topladığı nakdi bilgi formunda açıkladığı kampanyaya uygun bir şekilde harcamazsa yönetim kurulu üyeleri bağlamında cezai sorumluluğun yanında hukuki sorumluluk da söz konusu olacaktır. Zira Tebliğ m. 21(7) ve 22(7)'ye göre toplanan fonların amaca uygun kullanılmasından yönetim kurulu sorumlu olacaktır. Buradaki sorumluluğun farklılaştırılmış teselsül ilkesine göre olması gerekmektedir³¹⁹. Zira yönetim kurulu üyelerinin tamamının harcamalara ilişkin eşit düzeyde temsil yetkisi olması beklenemez. Diğer taraftan yönetim kurulu toplanan fonların harcanmasına ilişkin riski üstlenmiştir. Dolayısıyla yönetim kurulunun harcamalar açısından bir iç kontrol ekibi oluşturması ve kurul üyelerinden bir ya da birkaçının üyesi olması kaydıyla denetim komitesi oluşturması bir yandan harcamaların kampanyaya uyumsuz bir şekilde yapılması riskini azaltırken diğer taraftan yönetim kurulunun da sorumluluktan kurtulmasına fayda sağlar.

b. Yatırımcı

aa. Nitelikli Yatırımcılar

Yatırımcıların girişimcilere kitle fonlaması platformları vasıtasıyla fon aktarabilmeleri için çevrimiçi platforma üye olmaları gerekir. Yatırımcılar platforma

³¹⁹ Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi İlişkin Değerlendirmeler için bkz. Korkmaz, E.: Anonim Şirketlerde Sınırlı Yetkili Temsilci Tayini ve Sorumluluk, İstanbul 2018, s.87.; Akdağ Güney, N.: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulu, İstanbul 2012, s.388; Engin Günay, G.: Anonim Ortaklık Hukuku'nda Özel Denetim, İstanbul 2018, s. 348.; Pulaşlı, s. 683; Yörtem, Y.: Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi, Ankara 2017, s.101.

bir üyelik sözleşmesi akdederek üye olurlar. Bu sözleşmenin asgari unsurları Tebliğ'in ekinde düzenlenmiştir. Ekte düzenlenen asgari unsurlara bakıldığında pek çok unsurun bir arada olduğu görülmektedir. Bu itibarla üyelik sözleşmesi detaylı bir şekilde düzenlenmiştir. Diğer taraftan kitle fonlaması süreci ve platformun gerçekleştireceği işlemlere dair çokça unsurun olması sözleşmenin yatırımcıyı bilgilendirici nitelikte olduğunu göstermektedir. Burada düzenlenen en önemli unsurlardan biri de “*Kitle Fonlaması Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu*” dur. Bu formun okunup imzalanması yatırımcının katlandığı riskin farkında olduğuna dair bir kanıt oluşturmaktadır.

Kitle fonlamasının temel unsurlardan biri de kitle kaynaklı destektir. Buna göre fon, geniş bir kitleden toplanır. Geniş kitleyi oluşturan yatırımcıların yeterli bilgi ve deneyime sahip olmadığı varsayılarak düzenlemeler yapılır. Ancak yatırımcılar hususunda değinilmesi gereken bir başka önemli husus bulunmaktadır. Bu husus nitelikli yatırımcılardır ve kitle fonlaması için de önem arz ederler. Tebliğ'de nitelikli yatırımcıların bahsi ilk olarak Tebliğ m. 4'te geçer. Bu bağlamda nitelikli yatırımcı tanımı yapılırken SPKr'nin, girişim sermayesi yatırım şirketlerine ilişkin düzenlemelerine yollama yapılmaktadır. İlgili düzenlemede nitelikli yatırımcı : “*Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan gerçek ve tüzel kişiler, kamu kurum ve kuruluşları ile 15/2/2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmî Gazete 'de yayımlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelikte tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişiler*” olarak tanımlanmıştır [Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.3 m. 3(1)]. SPKr düzenlemelerine ilişkin

atıflardan bir diğeri Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nin³²⁰ m. 4(1)(m) hükmüdür. Buna göre nitelikli yatırımcı : “yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dâhil profesyonel müşteriler” olarak tanımlanmıştır.

Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nde yapılan atıf uyarınca, Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 31 profesyonel ve genel müşteri, Tebliğ m. 32 de ise talebe dayalı olarak profesyonel müşteri kabul edilecek müşteriler tanımlanmıştır³²¹. Tebliğ m.31'e göre “profesyonel müşteri” kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteriyi ifade eder. Tebliğe göre profesyonel müşteri olabilmek için bazı nitelikleri haiz olmak gerekir³²². Profesyonel müşteri tanımı kapsamına girmeyen müşteriler “genel müşteri” olarak kabul edilmektedir. Genel müşteri tanımına giren ve bazı nitelikleri haiz olan kişiler m. 32 de belirtilen şartlardan en az ikisini karşılarırlarsa profesyonel müşteri sıfatına sahip olurlar³²³. Madde 32' ye göre nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye

³²⁰ RG. 28.06.2013, S.28691.

³²¹ RG. 17.12.2013, S. 28854.

³²² Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 31(2)'ye göre; Bir müşterinin profesyonel müşteri olarak dikkate alınabilmesi için aşağıdaki kuruluşlardan biri olması ya da sayılan nitelikleri haiz olması gerekir:

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

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

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

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

d) Aktif toplamının 50.000.000 TL, yıllık net hâsılatının 90.000.000 TL özsermayesinin 5.000.000 TL üzerinde olması kıstaslarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar.

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

³²³ Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 32(1)'e göre ; Bir müşterinin profesyonel müşteri olarak kabul edilebilmesi için aşağıdaki şartlardan en az ikisini sağlaması gerekir:

piyasası araçlarının dâhil olduğu varlıklar toplamının 1 milyon TL'yi geçmesi durumunda ilgili kişi nitelikli yatırımcı olarak kabul edilir³²⁴.

Bir diğer nitelikli yatırımcı olma yolu da bireysel katılım yatırımcılığı (BKY) niteliğini haiz olmaktır. BKY'nin sahip olması nitelikler Bireysel Katılım Sermayesi Hakkındaki Yönetmelikte³²⁵ belirlenmiştir. Yönetmelik m. 3(1)(d) uyarınca bireysel katılım yatırımcısı : “*Kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişiler*” şeklinde tanımlanmıştır. Yönetmelik m. 5'e göre BKY lisansı sahibi olabilmek için kişinin maddede yer alan yüksek gelir veya servete sahip yatırımcı ya da tecrübeli yatırımcı tanımlarındaki şartlardan herhangi birini taşıması gerekir³²⁶.

a) İşlem yapılması talep edilen piyasalarda son 1 yıl içinde, her 3 aylık dönemde en az 500.000 TL hacminde ve en az 10 adet işlem gerçekleştirmiş olmaları

b) Nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 TL tutarını aşması

c) Finans alanında üst düzey yönetici pozisyonlarından birinde en az 2 yıl görev yapmış olması veya sermaye piyasası alanında en az 5 yıl ihtisas personeli olarak çalışmış olması veya Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı veya Türev Araçlar Lisansına sahip olması gerekir.

³²⁴ ABD'de nitelikli yatırımcı olmak için aşağıdaki şartlardan birini haiz olmak gerekir:

.Gerçek kişi olarak son senelerin her birinde ikiyüzbin USD'den fazla gelir elde etme,

.Gerçek kişi olarak son iki senenin her birinde üçyüzbin USD'den fazla gelir elde etme,

.Gerçek kişi olarak net servetinin 1 milyon USD'nin üstünde olması (www.investopedia.com)(Son Erişim Tarihi: 05.01.2022).

Nitelikli yatırımcılar AB Tüzüğü'nün ekinde tanımlanmıştır. Buna göre tüzel kişinin nitelikli yatırımcı olması için aşağıdaki kriterlerden birine haiz olması gerekir:

.Kendisine ait yüzbin Eurosunun olması,

.İş hacminin 2 milyon Eurodan fazla olması,

.Bilançosunun 1 milyon Eurodan fazla olması.

Gerçek kişinin nitelikli yatırımcı olması için aşağıdaki şartlardan birini haiz olunması gerekir:

.Gayri safi gelirin vir mali yıl içerisinde altmış bin Euro'yu aşması ya da kişinin finansal varlıklarının değerinin yüzbin Euro'yu aşması,

.Kişinin finans sektöründe bir yıldan fazla tecrübeye sahip olması ya da tüzel kişi nitelikli yatırımcıda bir yıldan fazla olmak üzere yönetici pozisyonunda tecrübesinin olması,

.Yatırımcının geçmiş dönemde önemli sayılacak büyüklükte işlem yapmış olması.

³²⁵ RG. 15.02.2013, S. 28560.

³²⁶ BKY'lerin lisans sahibi olması için aşağıda yer alan yüksek gelir veya servete sahip yatırımcı ya da tecrübeli yatırımcı tanımlarındaki şartlardan herhangi birini taşıması gerekir: a) Yüksek gelir veya servete sahip yatırımcılar;

Tebliğ’de nitelikli yatırımcılara özel düzenlemeler bulunmaktadır. Göze çarpan düzenlemelerden ilki, nitelikli yatırımcıların yatırım sınırlamalarıyla bağlı olmamasıdır. Nitelikli yatırımcıların, finansal piyasalara ve girişimcinin bilgi formunda açıkladığı projeye dair yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olduğu varsayıldığında kendilerine yatırım sınırının getirilmemesinin olumsuz bir yanı bulunmamaktadır. Yatırım sınırının getirilmemesi aksine, girişimcinin nakde daha kolay bir şekilde ulaşmasını sağladığı için yerinde bir düzenlemedir. Diğer taraftan Tebliğ, nitelikli yatırımcılara verilecek paylar içerisinde imtiyaz farkı yaratılmasına cevaz vermiştir. İmtiyaz farkı paylara bağlanan haklar arasında çeşitlilik yaratacağından nitelikli yatırımcılar açısından cazip görülebilir. Zira bazı nitelikli yatırımcılar girişim şirketinin yönetiminde rol almak istediği için yönetimde temsil edilme imtiyazına sahip olmak ya da şirketin kısa ve orta vadede hedeflerini gerçekleştirmesi durumunda daha fazla pay elde etmek için rüşhan hakkı üzerinde imtiyaz sahibi olmak isteyebilir. Öte yandan kâra daha çok katılmayı sağlamak için

1)(Değişik: RG-24/12/2014-29215)Lisans almadan önceki iki yıl için, yıllık gelir vergisi beyannamesinde yer alan gelir unsurlarının veya ücretli çalışanlar için yıllık ücretlerinin gayrisafi tutarları toplamı olarak ifade edilen yıllık gayrisafi geliri en az 200.000 TL olan veya,

2) (Değişik: RG-24/12/2014-29215)Müracaat anında sahip oldukları her türlü menkul ve gayrimenkul varlıklarından oluşan kişisel servetin toplam değerinden az 1.000.000 TL olan yatırımcıları, ifade eder. Ancak; ikamet edilen konut veya bu konutu ipotek ederek alınan herhangi bir kredi, sigorta sözleşmelerinden doğan haklar ve emeklilik primi şeklinde kazanılan mali haklardan ölüm veya emeklilik halinde ödenecek tutarlar, kişisel servetin hesaplanmasında dikkate alınmaz.

b) Tecrübeli yatırımcılar;

1)Banka ve finansal kuruluşlarda fon veya portföy yöneticisi olarak ya da banka ve finansal kuruluşların küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin finansmanı, proje finansmanı veya kurumsal finansman birimlerinde veya girişim sermayesi yatırım ortaklıkları dâhil girişim sermayesi şirketlerinde müdür veya dengi bir pozisyonda ya da daha üst bir pozisyonda en aziki yıl iş tecrübesine sahip olan veya,

2)(Değişik: RG-24/12/2014-29215) Lisans alınmadan önce son beş yıl içinde en az iki yıl, yıllık cirosu en az 25.000.000 TL olan bir işletmede genel müdür yardımcısı veya dengi bir pozisyonda ya da daha üst bir pozisyonda çalışan veya

3)(Değişik:RG-24/12/2014-29215)BKY ağlarının birine lisans alınmadan önce en az bir yıl süreyle üyeliği bulunan ve müracaat sırasında son mali yıldaki net satışları 5.000.000 TL’nin altında olan ve halka açık olmayan bir veya daha fazla şirkette BKY olarak ortak olan veya

4)(Değişik: RG-24/12/2014-29215)Başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketleri desteklemek amacıyla kurulmuş olan yurt içi kuluçka merkezlerinde ya da teknoloji geliştirme merkezlerinde en az iki yıl tecrübesi bulunan ve bu merkezlerdeki başlangıç veya büyüme aşamasındaki bir veya daha fazla şirkete asgari 20.000 TL sermaye koyan, kişileri ifade eder.

kâr payı üzerinde de imtiyaz yaratılabilir ve bu imtiyazlar nitelikli yatırımcılar için bir tercih sebebi olabilir.

Nitelikli yatırımcılara dair değerlendirilmesi gereken bir diğer konu ise tahsisat oranına ilişkindir. Tebliğ m. 17(5) hükmüne göre, hedeflenen fon tutarının 1 milyon TL'yi aşması durumunda tutarın %5' inin kampanya süresi içinde nitelikli yatırımcılar tarafından karşılanması gerekmektedir. Nitelikli yatırımcılara ilişkin daha yüksek tahsisat oranı belirlenmesi durumunda bunun bilgi formunda açıklanması gerekmektedir. Belirli tutarın üstündeki fon toplamalara nitelikli yatırımcıların dâhil edilmesi yatırımcıların yatırım kararlarını daha kolay vermelerine neden olur. Zira nitelikli yatırımcıların ilgili projeye ilgi göstermesi yatırımcıları psikolojik olarak yatırım yapmaya hazır hale getirir³²⁷. Dolayısıyla mezkûr düzenleme girişiminin nakde ulaşmasına yardımcı olmaktadır.

bb. Yatırım Sınırı

Tebliğ nitelikli olmayan yatırımcıların korunması amacıyla yatırım sınırları getirmiştir. Yatırım sınırlamaları Tebliğ m. 15 ve 18'de düzenlenmiştir. 15. madde paya dayalı modeldeki, 18. madde ise borçlanmaya dayalı modeldeki yatırım sınırlarını düzenlemiştir. 15. maddeye göre nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişiler, bir takvim yılı içinde paya dayalı kitle fonlaması yoluyla en fazla 50.000 TL yatırım yapabilir. Ancak bu sınır 200.000 TL'yi aşmamak kaydıyla, yatırımcının platforma

³²⁷ Ibrahim, D. M.: *Crowdfunding Signals*, Georgia L. R. 2018, V.53, N.1 (*Signals*), s. 209. Yazara göre girişim sermayesi ortaklıklarının ve melek yatırımcıların destek verdiği girişim şirketlerinin daha güvenilir olduğu düşünülür. Zira geçmişe dair pek fazla finansal kaydı olmayan girişim şirketlerinin patent sahibi olması, geçmiş yatırımcıların kimliği ve girişimci ile melek yatırımcı-girişim sermayesi ortaklıkları arasındaki sözleşme yatırım için önemli ölçütlerdir. Bu ölçütleri dikkate alarak yatırım yapan nitelikli yatırımcıların varlığı girişim şirketinin nitelikli olmayan yatırımcılar tarafından da kaynak aktarılmasına neden olur.

beyan ettiği yıllık net gelirinin %10'u olarak uygulanabilir³²⁸. Borçlanmaya dayalı modelde de yatırım sınırları aynı şekilde düzenlenmiştir. Öte yandan, nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişiler, borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla bir projeye en fazla 20.000 TL yatırım yapabilir. Görüldüğü üzere yatırımcı sınırına ilişkin kıstas alınan ölçüt malvarlığı değeri değil yıllık gelirdir. Kurulun bu tercihinin yerinde olduğu belirtilmelidir. Zira malvarlığı, kişinin finansal tercihlerinin isabetli olup olmayacağına ilişkin doğru bir fikir vermeyebilir. Bunun nedenini kişilerin asıl gelirlerinin dışında da malvarlıklarının aktifini artırabilmesi oluşturur³²⁹. Ancak beyan edilen gelir yatırımcının insiyatifinde olduğundan tam anlamıyla bir korumadan söz edilemez. Öte yandan Tebliğ'in, gelirlerin kontrolüne ilişkin bir denetleme yükümlülüğü tesis etmesi işlem maliyetlerinin artmasına neden olacaktır. Tebliğ, yatırım sınırı bağlamında ABD hukukundaki kitle fonlaması düzenlemelerine benzer şekilde hüküm altına alınmıştır. AB'de ise nitelikli olmayan yatırımcıların 1000 Euro'yu ya da net varlığının %5'ini geçen yatırımlarında, hizmet sağlayının ilgili yatırıma ilişkin risk uyarısını yatırımcıya iletmesi gerekir. Ancak burada yatırımcının isterse belirlenen sınırın üstünde yatırım yapması yasaklanmamıştır.

cc. Pay Devri Kısıtlamaları

Gerek paya gerek borçlanmaya dayalı modelde, girişimciler veya girişim şirketlerinin kampanya sürecinin başladığı tarihteki ortaklarından fonlanan şirkette önemli etkiye sahip olacaklar için üç yıllık süreyle pay devri kısıtlaması getirilmiştir. Devir yasağı, kampanya sürecinin başlamasıyla ortaya çıkar. Kampanya sürecine

³²⁸ Mülga Tebliğ'de ise bu sınır 20.000 TL idi. Aynı hükümde yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık gelirin %10'u kadar yatırım yapılabileceği ancak her halükârda bu yatırımın 100.000 TL'yi geçemeyeceği düzenlenmişti. Bu durumda mülga Tebliğ yatırımcıyı daha çok gözetiyordu. Diğer taraftan Tebliğ'de yatırımcıya daha çok yatırım yapma fırsatı verilmiştir.

³²⁹ Korkmaz, s.76.

ilişkin bilgilere Tebliğ’de yer verilmiştir ve buna göre kampanya süreci bir girişim şirketi veya girişimci tarafından herhangi bir kitle fonlama platformuna fon toplama talebiyle başvurulduğu anda başlar³³⁰. Dolayısıyla pay devri kısıtlamasına ilişkin sürenin başlangıcı kitle fonlama platformuna fon toplama talebiyle başvurulduğu andır.

Bu itibarla Tebliğ, girişimciler için pay devri kısıtlaması getirmekle beraber yatırımcılar için pay devrini serbest kılmıştır. ABD hukuku başlığı altında yapılan değerlendirmeler bu başlık için de geçerlidir³³¹. Pay devrine izin verilmesi ikincil likit bir piyasanın oluşmasını sağlar. Ancak girişim şirketlerini halka açık şirket gibi görmemek gerekir. Zira halka açık şirketlerin pay piyasası, girişim şirketlerinininkine göre çok daha geniş ve derindir. Bu bağlamda girişim şirketleri payları üzerinde suni fiyat oluşumu halka açık şirket paylarına oranla daha olasıdır. Bu yüzden ABD hukukundaki düzenleme yatırımcının korunması için daha isabetlidir.

c. Platform

Kitle fonlaması platformları “*paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluş*” olarak tanımlanmıştır [SPKn m. 35/A(1), Tebliğ m. 4(1)(u)]. Girişimcilerin kitle fonlaması düzenlemelerinden faydalanarak fon toplaması ya da yatırımcıların girişim şirketlerine dair yatırım kararı alabilmeleri için kitle fonlaması platformlarının Kanun’un ve Tebliğ’in kendilerine emrettiği bazı kurallara uygun hareket etmesi gerekir. Öncelikle

³³⁰ Kampanya süreci ile kampanya süresini karıştırmamak gerekir zira pay devrinin sınırlandırılmasına ilişkin yorum yapılırken kampanya süreci esas alınır. Kampanya süresi yatırım komitesi tarafından onaylanmış bilgi formunun kampanya sayfasında yayımlandığı tarihte başlar ve bu süre 60 günü geçemez.

³³¹ ABD hukukunda pay devri kısıtlaması hakkındaki değerlendirme için bkz. 2. Bölüm I/A/3/b başlığı, s.42-43.

platformlar, kurulmak ve faaliyete geçmek için SPKr'den izin almak zorundadır. Faaliyet izni alan platformlar, SPKr'nin web sitesinde yayımlanır³³². Türkiye'de kurulan ilk kitle fonlaması platformu Projemefon'dur³³³. Bu başlık altında platformların listeye alınma ile listeden çıkma koşulları, faaliyetlerine ilişkin esasları ile platform üyeliğine ve kampanya sürecine ilişkin esasları kaleme alınacaktır.

aa. Kurul Listesine Alınma ve Listedden Çıkma Koşulları

aaa. Platformun Şirket Tüzel Kişiliği, Ortakları ve Yönetim Kurulu Üyesi Olarak Sahip Olması Gereken Koşullar

Platformlar aracılık faaliyetlerini gerçekleştirmek için bazı nitelikleri haiz olmalıdır. Platformların faaliyete geçebilmeleri için Tebliğ'in ekinde belirtilen belgelerle başvuru yapmaları gerekir. Ekte yer alan ve platformlardan istenen belgeler kısaca platformu tanıtan bilgilerden, oluşturulan birimlerin görev tanımlarından, yatırım komitesine ilişkin ve diğer konuların Tebliğe uyumlarını tevsik eden belgelerden oluşmaktadır³³⁴.

Bu itibarla platformun şirket olarak yapısına ve sermaye yeterliliklerine ilişkin bazı niteliklere sahip olması gerekmektedir. Öncelikle platformun anonim şirket olarak teşekkül etmesi gerekir. Şirketin sermayesi asgari 1 milyon TL olmalıdır ve sermayesinin tamamı nakden ödenmelidir. Ödenmiş sermayesi ile özsermayesinin bu tutardan az olmaması gerekir. Şirket sermayesinin ödendiği mali müşavir tarafından

³³² 02.02.2022 tarihi itibarıyla kurul tarafından listeye alınan platformlar; Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Global Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Dijital Kitle Fonlama Platformu A.Ş., İnfö Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Fongogo Kitle Fonlama Platformu A.Ş.'dir.

³³³ Özer, A. : Kitle Fonlaması, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2020, s.116.

³³⁴ Platformların ibraz etmesi gereken belge ve bilgiler için bkz.

<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2019/10/20191003-5-1.pdf> (Son Erişim Tarihi: 14.05.2021).

tespit edilir. Dolayısıyla şirket sermayesinin ödenmesine dair denetim zorunluluğu getirilmiştir. Platformun bir anonim şirket olarak malvarlığı ile sorumlu olması ve sermayenin ödenmiş olmasının tespiti şirket ortakları ve alacakları için bir teminat oluşturmaktadır. Şirketin ticaret ünvanında “Kitle Fonlama Platformu” ibaresinin bulunması gerekmektedir. Şirket esas sözleşmesinde işletme konusu paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyetlerine aracılık edilmesi olarak düzenlenmelidir. Diğer taraftan şirket esas sözleşmesinin Tebliğ’de yer alan hükümlere uygun olması gerekmektedir. Platformlar münhasıran kitle fonlaması işlemlerine aracılık edebilir. Platformların ortaklarının ve yönetim kurulu üyelerinin piyasada güven ve itibar tesis etmesi amacıyla bazı nitelikleri haiz olması gerekir³³⁵.

Tebliğ platformların pay sahiplerine ve pay devirlerine ilişkin düzenlemeleri de ihtiva eder. Buna göre platformun şirket paylarının nama yazılı olduğunu hükme alınmıştır. Bu düzenlemenin amacı platforma ortak olan kişilerin denetim ve gözetim altında olmalarını sağlayabilmektir. Tebliğ, platformun düzgün bir şekilde denetlenebilmesi adına platforma iç kontrol ve risk yönetim sisteminin oluşturmasını emretmiştir. Bu düzenlemeler yatırımcının da platforma güven duymasını sağlamakla beraber platformun ilgili düzenlemelere uyum sağlamasına yardımcı olur. Zira iç kontrol ve risk yönetimi platform yöneticilerinin hukuka aykırı işlem yapma niyetlerini ortadan kaldırır çünkü önemli bir baskı unsuru niteliğini haizdir. Diğer taraftan payların nama yazılı olması, müstakbel ortağın Tebliğ’deki şartları karşılamaması durumunda ortak olmasını engeller. Bu durum esasen platformun

³³⁵ Platformun kurucuları, ortakları ve yönetim kurulu üyelerinde aranacak şartlar Tebliğ m. 6’da düzenlenmiştir.

faaliyetlerini devam ettirmesi için büyük bir öneme sahiptir. Zira ortağın gerekli koşullara sahip olmaması platformun listeden çıkarılmasına neden olabilir.

Görüldüğü üzere Tebliğ, kitle fonlaması platformlarının kurulması ve faaliyete geçmeleri için pek çok şart öngörmüştür. Tebliğ, kitle fonlaması platformlarının kuruluş şartlarını aracı kurumların kuruluş şartlarına benzer şekilde düzenlemiştir. Ancak ikisinin hukuki dayanaklarının farklı olması haklı olarak eleştirilmiştir³³⁶. Kitle fonlaması platformları Tebliğ ile, aracı kurumlar ise Kanunla düzenlenmiştir. Öte yandan kitle fonlaması platformu olarak kurulan platformlar yalnızca kitle fonlaması faaliyetinde bulunabilirken geniş yetkili aracı kurumlar kitle fonlaması faaliyetinde de bulunabilirler.

bbb. Operasyonel ve Teknik Yükümlülükler

Kitle fonlaması süreci çevrimiçi platformlar vasıtasıyla gerçekleştiğinden hem yatırımcı hem de girişimci için platformların güvenliğinin sağlanması gerekir. Bu güvenliğin sağlanması adına platforma bazı operasyonel ve teknik yükümlülükler öngörülmüştür. Bu itibarla platformun yukarıda da bahsedildiği gibi öncelikle iç kontrol ve risk yönetim sistemi ile muhasebe ve operasyon birimini oluşturması gerekir. Platformun internet üzerinden aracılık yapması nedeniyle platformların dar yetkili aracı kurumlar için öngörülen bilgi sistemleri altyapısına uygun bir şekilde altyapı oluşturması gerekmektedir.

Kitle fonlaması platformlarının kendisine yükletilen edimleri eksiksiz bir şekilde ifa etmeleri için belge, kayıt ve muhasebe işlemlerini yürütecek birimde yeterli sayıda personeli istihdam etmesi gerekir. Platformların kitle fonlaması faaliyetinin

³³⁶ Baytemür, s.620.

operasyonel işlemlerini yerine getirmeyi teminen MKK ve emanet yetkilisi ile sözleşme imzalaması ve bilgi işlem sistemleri ile teknolojik altyapısını bu kuruluşların belirlediği esaslar çerçevesinde uyumlaştırması gereklidir [Tebliğ m. 5(5)(f)]. Diğer taraftan platformun üyeleri ile girişim şirketi yetkililerinin iletişime geçebileceği bir iletişim altyapısı oluşturulmalıdır. Bir diğer altyapı oluşturma yükümlülüğü ise girişim şirketinin finansal gücüne ilişkindir.

Platformların operasyonel ve teknik yükümlülüklerine ilişkin bahsedilmesi gereken bir diğer husus ise dışarıdan hizmet alımıdır. Bu bağlamda platformlar temel kitle fonlaması faaliyetleri dışında uzman kuruluşlarda yardım alabilir. Esasen Kurul, hangi hususlarda dışarıdan hizmet alımı yapılabileceğini belirleyebilir. Bu belirlemenin yapılması risk yönetiminin kapsamını belirlemek için önemlidir. Zira dışarıdan hizmet alımı platformun sermaye piyasası düzenlemelerinden sorumsuz olduğunu göstermez. Diğer taraftan platformun dışardan hizmet alımlarına karar verecek ve hizmet alımlarını yönetecek profesyonellere sahip olması platformun Tebliğe uyumunu kolaylaştıracaktır.

ccc. Ortaklık Yapısı Değişikliği

Kitle fonlaması platformlarının ortaklık yapısında değişiklik söz konusu olduğunda platformun ortağı olan gerçek ve tüzel kişiler ile platformların önemli etkiye sahip ortakları için Tebliğ m. 6'da "şirketin ortakları ve yönetim kurulu üyelerine ilişkin koşulları" karşılaması gerektiğine dair düzenleme bulunmaktadır. Bir kişinin platform sermayesinin veya oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak %10'u veya daha fazlasını temsil eden payları edinmek suretiyle platform ortağı olması veya bir ortağa ait payların platform sermayesinin veya oy haklarının %10, %20 veya

%50'sini aşması sonucunu veren pay edinimleri ile bir ortağa ait payların yukarıdaki oranların altına düşmesi sonucunu veren pay devirlerinin gerçekleşmesi için SPKr'nin onayı gereklidir [Tebliğ m. 8(2)]. Ancak yönetim kurulunda temsil hakkı veren imtiyazlı payların devrinde mezkûr oranlara bakılmaksızın SPKr'den onay alınmalıdır³³⁷. Ortaklık yapısının değişmesi durumunda yeni ortakların Tebliğ m. 6'daki koşulları taşıdığını gösteren belgeleri ortaklık değişikliğinin gerçekleştiği tarihten itibaren beş iş günü içerisinde SPKr'ye bildirmesi gerekir. Yukarıdaki oranlara ulaşmayacak olan pay devirlerinde Kurula pay devrini izleyen on gün içerisinde bildirimde bulunulmalıdır. Bu düzenlemelerle Kurul, Platformun ortaklık yapısı değişikliklerinde denetleyici role sahip olur. Platforma ortak olabilecek kişilerin çeşitli niteliklere sahip olması gerektiği göz önünde bulundurulduğunda, ilgili düzenlemelerin yatırımcının korunması için getirildiği çıkarımında bulunulabilir.

Ortaklardan beklenen nitelikleri haiz olmayan kişiye pay devri yapılmak istenirse ilgili pay devirleri platformun pay defterine kaydolunmaz. Bu halde pay defterine yapılan kayıtlar geçersizdir. Diğer taraftan kitle fonlaması platformlarının çıkaracağı payların nama yazılı olması gerekir [Tebliğ m. 5(1)(c)]. Bu bağlamda paylar ister nama ister hamiline olsun kolayca ve engelsiz bir şekilde devredilebilir. Diğer taraftan nama yazılı payların devri kanunla ya da esas sözleşme hükmü ile

³³⁷ Platformun yönetim kurulunda temsil edilme hakkı veren imtiyazlı paylarına sahip tüzel kişinin sermayesinde %10, %20 veya %50 oranlarının aşılması sonucunu doğuracak şekildeki ortaklık yapısı değişiklikleri Kurulun onayına tâbidir. Platformların sermayesinin veya oy haklarının %10'undan fazlasına sahip tüzel kişilerin yönetim kurulunda temsil edilme imtiyazı veren paylarının devri de Kurulun onayına tâbidir [Tebliğ m. 8(4)].

Aynı gerçek veya tüzel kişi tarafından yönetim kontrolüne sahip olunan grup içerisinde yapılan devir işlemleri sebebiyle ortaya çıkan ortaklık yapısı değişiklikleri Kurul onayına tâbi değildir. Bu durumda, pay devrini izleyen on iş günü içinde Kurula bildirimde bulunulur [Tebliğ m. 8(5)].

Platformun önemli etkiye sahip tüzel kişi ortağının halka açık ortaklık olması halinde pay devirleri bu paylara bağlı temettü hariç ortaklık haklarının kullanılabilmesi bakımından Kurul onayına tâbidir [Tebliğ m 8(8)].

sınırlandırılabilir³³⁸. Ancak TTK m. 490’da geçen “kanun” ifadesini yalnızca pay bedeli tamamen ödenmemiş nama yazılı paylar olarak düşünmemek gerekir; zira kamu otoritesinin pay devrine ilişkin izin verdiği durumlar da bu kapsamdadır³³⁹. Ancak Kanun’da ya da Tebliğ’de platformun ortaklarına (bazı oranlara ulaşılmaması haricinde) pay devrine ilişkin bir izin prosedürü ortaya konulmamıştır. Nama yazılı pay devrini sınırlayan bir diğer araç ise esas sözleşmedir. Esas sözleşme devre ilişkin bir şekil öneriyorsa bu bağlam şeklidir³⁴⁰. Esas sözleşmeye bağlam hükümleri kuruluşa ya da daha sonra yapılan bir değişikle konulabilir. Yönetim kurulunun, nama yazılı payların devrine izin vermemesi için iki şartın gerçekleşmesi gerekir. Bunlardan ilki, kanuna uygun olan önemli sebebin esas sözleşmede açıkça öngörülmesidir. Diğeri ise öngörülen önemli sebebin anonim şirketin işletme konusu veya ekonomik bağımsızlığı bakımından, esas sözleşmeden anlaşılan pay sahipleri çevresinin bileşiminin korunması yönünden reddi haklı göstermesidir³⁴¹.

Bu itibarla Tebliğ’in m. 8(9) hükmü platformun geleceği için önemlidir. Zira hükme aykırı şekilde gerçekleştirilen pay devri sonucunda payı elde eden yeni ortak

³³⁸ D) Devrin sınırlandırılması

I - Kanuni sınırlama

MADDE 491- (1) Bedeli tamamen ödenmemiş nama yazılı paylar, ancak şirketin onayı ile devrolunabilir; meğerki, devir, miras, mirasın paylaşımı, eşler arasındaki mal rejimi hükümleri veya cibrî icra yoluyla gerçekleşsin.

II - Esas sözleşmeyle sınırlama

1. İlkeler

2. MADDE 492- (1) Esas sözleşme, nama yazılı payların ancak şirketin onayıyla devredilebileceğini öngörebilir

³³⁹ Uzel, N.: Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, İstanbul 2013, s.32; Bahtiyar, s. 290-291. Pay devri için kamu otoritesinin izin alınması gerektiğine dair örnekler; SPKn m. 44(3) (Yatırım Kuruluşları Pay Devri), SPKn m.65(7) (Borsaların ve Piyasa İşleticilerinin Pay Devri), BankK m.18 (Doğrudan ve Dolaylı Olarak Pay Sahipliği Yoluyla Sermayenin Belirli Bir Kısımını Temsil Eden Paylara Sahip Olunulmasına Neden Olan Pay Devri), RKHK m. 7(1)(Bazı Birleşme Devralmalarının Hukukun Geçerli Olması).

³⁴⁰ Bozkurt, T.: Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlanması *Die Vinkulierung*, İstanbul 2016, s.16.

³⁴¹ Tekinalp, Ü.: Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları, Pay Defteri Hukuku İle, İstanbul 2012 (Bağlam), s.40.

kendisinden beklenen özelliklere sahip değilse platform Tebliğ m. 5(1) uyarınca listeye alınma koşullarını kaybeder. Ancak esas sözleşmeye konulacak bir bağlam hükmü ki bu hüküm de ortakların sahip olması gereken koşulları taşıması halinde devre izin verileceğine dair olabilir, yönetim kurulu tarafından onay verilmediği takdirde payların mülkiyeti devredende kalacağından Tebliğ’de belirlenen listeye alınma koşulları kaybedilmemiş olacaktır³⁴². Bu bağlamda esas sözleşmeye bağlam hükmü konulmadığında platformun faaliyet gösteremeyeceği sonucu çıkacağından bağlamın önemli sebebe dayandığı söylenebilir. Ancak bağlam hükmündeki önemli nedenin esas sözleşmede açıkça gösterilmesi gerekir³⁴³.

ddd. Yatırım Komitesi

Kitle fonlaması işlemlerinde dikkat çeken unsurlardan biri de yatırım komitesidir ve yatırım komitesi bir iç kontrol mekanizması olarak platformların etkin çalışmasını sağlamaktadır³⁴⁴. Yatırım komitesi Tebliğ’de tanımlanmıştır ve tanıma göre görevleri esasen; girişim şirketine veya girişimciye ait projeye ilişkin hazırlanan fizibilite ve kredibilite raporunu değerlendirmek, kampanyalara ilişkin hazırlanan kitle fonlaması bilgi formunu onaylamaktır. Tebliğ’in yatırım komitesine yüklediği görevler girişimci ve yatırımcı için önemlidir. Yatırım komitesi girişimcinin hazırladığı fizibilite ve kredibilite raporlarını nesnel ölçütler kullanarak değerlendirir ve bu değerlendirme gerek platform yönetim kurulu gerek yatırımcı için önemli bir kıstas oluşturmaktadır. Yatırım komitesinin, girişim şirketlerinin hazırladığı fizibilite

³⁴² Korkmaz, s. 85; Tekinalp (Bağlam), s.21-22. Tekinalp’e göre pay devrine ilişkin hükümde var olan “şirket” ile yönetim kurulu kastedilmektedir. Pay defterinin tutulması görevi TTK m. 375 ile yönetim kuruluna verilmiştir ve söz konusu durum onayın kabulü veya reddine ilişkin yani pay defteriyle alakalıdır. Bu durumda pay devrinin onayının kabulüne ya da reddine ilişkin karar yönetim kurulu tarafından verilir ancak devir onayının kabulü ya da reddine ilişkin karar verme yetkisi esas sözleşme değişikliği ile genel kurula verilebilir.

³⁴³ Bozkurt, s.68. Red sebeplerinin değerlendirilmesine ilişkin bkz. Uzel, s.250-273.

³⁴⁴ Küçükgüngör, s.218-219.

raporuna göre hayata geçirilmesi amaçlanan projenin gerçekleştirilme ihtimalinin bulunduğu yönünde bir öngörüye sahip olması gerekir³⁴⁵. Yatırım komitesinin projeye dair olumsuz görüş bildirmesi platform yönetim kurulunu ve yatırımcıyı ürkütebilir. Zira yatırım komitesi tarafından hazırlanan değerlendirme politikası kampanya sayfasında duyurulur. Diğer taraftan yatırım komitesi, girişimci tarafından hazırlanan bilgi formunun kampanya sayfasında yayımlanması için oy çokluğuyla karar vermelidir. Yatırım komitesi üyesinin projenin kampanya sayfasında yayımlanmasına karşı çıkması durumunda karşı çıkma gerekçesi kampanya sayfasında açıklanır. Yatırım komitesi üyelerinden birinin projeye onay vermemesi ilgili girişimcinin fon toplamasını zorlaştırır.

Girişimci tarafından hazırlanan bilgi formu girişimcinin yetkili kişileri ve yatırım komitesi tarafından imzalanır. Bilgi formunun kim tarafından imzalandığı bilgi formundan doğan sorumluluk açısından önem teşkil eder. Zira Tebliğ m. 29 uyarınca bilgi formundaki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler sonucunda ortaya çıkan zararlardan bilgi formunu imzalayanlar sorumlu tutulmuştur. Diğer taraftan Tebliğ m. 9(3) uyarınca platformlara birden fazla yatırım komitesi oluşturabilme imkânı tanımıştır. Bu durum yatırım komitesinin iş yükünü azaltarak daha verimli çalışmasını sağlayacaktır.

Tebliğe göre yatırım komitesi üyelerinin bazı şartları karşılıyor olması gerekir. Bu bağlamda girişimcinin hayata geçirmeye çalıştığı projenin fonlanmasında karar mercilerinden biri olan yatırım komitesi üyelerinin, mesleki ve akademik olarak bazı

³⁴⁵ Korkmaz, s.101.

nitelikleri haiz olması gerekir³⁴⁶. Tebliğ, borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyeti gösterecek platformların yatırım komitesi üyelerine ilave tecrübe ve lisans şartları getirmiştir. Yatırım komitesi üyelerinin bu şartlardan birini kaybetmesi halinde platform, en geç 10 işgünü içinde bu şartların yeniden sağlandığını gösterir bilgi ve belgeleri Kurula tevdi etmelidir.

Mülga Tebliğ'den farklı olarak yeni Tebliğ, yatırım komitesine değerlendirdikleri kampanyalarda yatırımcı olma fırsatı vermiştir. Ancak bu fırsat toplanacak fon miktarının %5' ini aşamaz [Tebliğ m. 9(11)]. Bu durumun bazı sakıncaları vardır. Öncelikle yatırım komitesi, fon tutarı üzerinden ekonomik menfaat sağlayacağı için diğer kampanyalara nazaran daha farklı tutum sergileyebilir. Diğer taraftan girişimci ile yatırım komitesinin menfaatleri birleşeceğinden sermaye piyasası hukukunun temeli olan “yatırımcının korunması” ilkesi zedelenebilir. Zira menfaat çatışması söz konusudur.

Bilgi formunun onaylanması yatırım komitesinin vereceği karara bağlıdır ve bu yükümlülük doktrinde SPKr'nin kamuyu aydınlatma kapsamındaki izahnamenin onayı göreviyle karşılaştırılmıştır³⁴⁷. Bu itibarla yatırım komitesinin ve SPKr'nin izahnamede ve bilgi formunda gözececeği hususlar birbirine benzemektedir. Bu

³⁴⁶ Yatırım Komitesi üyelerinin sahip olması nitelikler Tebliğ m. 9'da düzenlenmiştir. Buna göre;

(1) Platform yönetim kurulu tarafından oluşturulacak yatırım komitesinin;

a) En az 3 üyeden oluşması,

b) Üye sayısının çoğunluğunun finans, girişimcilik, işletmecilik, hukuki danışmanlık, teknoloji, sanayi ve ticaret gibi alanlarda en az 5 yıllık tecrübeye sahip kişilerden olması,

c) Bir üyesinin platformun yönetim kurulu üyesi olması ve bu üyenin 6 ncı maddenin üçüncü fıkrasında belirtilen şartı haiz olması,

ç) En az bir üyesinin 14/8/2014 tarihli ve 29088 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (VII-128.7)'de tanımlanan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olması,

d) Üyelerinin tamamının 6 ncı maddenin birinci fıkrasında yer alan şartları sağlamış olması, zorunludur.

³⁴⁷ Karşılaştırmaya ilişkin detaylar için bkz. Korkmaz, s.100-101.

bağlamda izahnamenin onayına ilişkin SPKn m. 6(1) hükmü ile bilgi formunun onaylanmasını düzenleyen Tebliğ'in m. 28 hükmü birbirlerine benzetilebilir ve ikisinde de amaç yatırımcının tam ve doğru bilgiye ulaşmasıdır. Açıklanan bilgilerin doğruluğu gerek yatırım komitesi gerek kurul tarafından araştırılmamaktadır.

Yatırım komitesine ilişkin belirtilmesi gereken bir diğer husus ise hukuki niteliğidir. Öncelikle belirtmek gerekir ki platformlar halka kapalı anonim şirket olarak kurulacağından, yatırım komitesi kurumsal yönetim ilkelerinin düzenlediği komiteler kapsamında olmayacaktır. SPKn m. 35/A hükmü kitle fonlaması tarafları arasındaki ilişkilere genel hükümlerin uygulanacağını hükme aldığından burada TTK hükümlerine göre değerlendirmek gerekmektedir. Doktrinde bir görüş, yatırım komitesini uzman bir grup ve başarı potansiyeli görülen projelerin halkla buluşması için bir ön değerlendirme mekanizması olarak değerlendirmiş ve bu komitenin TTK m. 366(2) kapsamında oluşturulan komitelerin genel niteliklerini taşıdığı ileri sürmüştür³⁴⁸. Diğer görüş ise, yatırım komitesinin mahiyetini belirlerken yatırım komitesinin bilgi formundan doğan sorumluluğuna işaret etmiş, bunu adeta TTK m. 367'deki yönetim devrine benzetmiş ve yatırım komitesinin TTK m. 366(2) bağlamında bir komite olmadığını ileri sürmüştür. Tebliğ m. 29(1), yatırım komitesi için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmemesinden yatırım komitesi üyelerini ve platformun yönetim kurulu üyelerini sorumlu tutmuştur. Diğer taraftan yatırım komitesinin bilgi formundan doğan zararlardan da sorumluluğu bulunmaktadır. Ancak yatırım komitesinin bilgi formuna ilişkin karar verme yetkisini tekelinde bulundurmaması onu TTK m. 366(2) bağlamında bir komite olmaya yaklaştırırken,

³⁴⁸ Küçükgüngör, s.223. Konuya ilişkin detaylı bilgi için bkz. Kırca, İ./ Şehirali Çelik, F. H./ Manavgat, M. Ç.: Anonim Şirketler Hukuku, Cilt 1, Ankara 2013, s.479; Akdağ Güney, s.97-98.

yükümlülüklerinin ihlal edilmesi nedeniyle sorumlu tutması da kapsamdan uzaklaştırmıştır. Dolayısıyla yatırım komitesinin *sui generis* bir yapısının olduğu sonucuna varılmaktadır. Ancak yatırım komitesinin kendisine bağlanan görevlere ilişkin sorumlu tutulması unsurunun ağır basması onu TTK m. 366(2) kapsamında bir komite olmadığını ortaya koyar.

bb. Platformun Faaliyetlerine İlişkin Esaslar

aaa. Gerçekleştirebileceği Faaliyetler

Platformların yürütebileceği faaliyetler Tebliğ’de düzenlenmiştir. Bu itibarla platformlar sadece kitle fonlaması faaliyetleri yürütebilirler. Tebliğ yatırım modelleri bakımından paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelini benimsediğinden platformlar da ancak paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması kampanyalarına aracılık edebileceklerdir. Diğer taraftan, Tebliğ’in m. 2(2) hükmü bağış ve ödüle dayalı kitle fonlaması modellerini kapsam dışı bırakmıştır.

Tebliğ platformlara, girişimciye danışmanlık hizmeti verme olanağı sağlamıştır. Diğer taraftan platforma girişimcilerin kampanyalarına fon sağlaması hakkı da tanımıştır. Platformlar faaliyetin yürütülmesi esnasında girişimciye danışmanlık hizmeti verebilir ve her bir kampanya için hedeflenen fon miktarının azami %20’sine kadar olacak şekilde, kampanyalara toplamda özkaynaklarının azami %50’sine kadar fon sağlayabilirler [Tebliğ m. 11(1)(b)(c)]. Gerek danışmanlık hizmetinin verilmesi olanağının tanınması gerek girişimcileri fonlama yetkisinin verilmesi girişimciler açısından platforma bağımlılıklarını artırabilir. Zira platform, yatırım yapacağı şirkette söz sahibi olmak ister. Girişim şirketinin danışmanlık hizmeti talebini reddetmesi girişimciler açısından fiili piyasaya giriş engeli oluşturur. Zira

platformun yatırım komitesinden bağımsız bir şekilde girişimcinin fonlanma talebini reddetme hakkı bulunmaktadır. Platform bu hakka sahip olmasaydı bile yatırım komitesi ile organik bağının bulunması bu riskin ortadan kalkmasına yardımcı olmaz.

Platformların kampanyalara destek vermesinin hem olumlu hem de olumsuz tarafları bulunmaktadır. Burada platformun, aracı kurumların yüklenim aracılığına benzer bir role büründüğü düşünülebilir. Doktrinde bir görüş, girişimci paylarının kitle fonlaması platformları tarafından yüklenilmesinde üç faydanın olduğunu ileri sürmüştür³⁴⁹. İlk olarak, yatırımcıların kitle fonlaması platformlarının yatırım yaptığı araçlara yönelmesi sağlanır ve yanlış seçim yapmalarını engellenir. İkincisi, yapılan kampanyanın başarılı olacağını garanti eder. Son olarak, girişimci ile platform arasında bir iş birliği olacağından teklif edilecek fiyat gerçekçi olacaktır. Ancak bu durum olumsuz neticelere de sebep olabilir. Yukarıda bahsedilen olumsuz neticelerin dışında kitle fonlaması platformlarının bazı girişimcilere yatırım yapacak olması yatırım yapılmayanlar açısından kaynak bulmalarını zorlaştıracaktır. Zira nitelikli olmayan yatırımcılar platformun yatırım yapmadığı girişimcilere fon aktarmak istemeyebilir. Diğer taraftan platformlar danışmanlık vermediği girişimcilere fon sağlamak istemeyeceğinden bu düzenleme, girişimcilerin platforma bağımlılığının artmasına neden olur. Platformlara yatırımcı olma fırsatı verilmesi menfaat çatışmasına da neden olacaktır.

Tebliğ’de kitle fonlama platformlarının girişim şirketlerine verdiği hizmetin ücretlerine ilişkin bir hüküm yoktur. Bu durum girişim şirketleri için bazı olumsuz sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilir. Zira yeni oluşmaya başlayan bir piyasa

³⁴⁹Ibrahim, D. M.: Underwriting Crowdfunding, Stanford Journal of Law 2020, V. 25 (*Underwriting Crowdfunding*), s. 302-303.

için, listeye alınma şartlarının göreceli olarak ağır olduğu düşünüldüğünde, piyasaya yeni giren kitle fonlama platformlarının yüksek ücretler belirlemek suretiyle girişim şirketlerinin nakde erişimini zorlaştırmadığından ya da fiili giriş engelleri yaratmadıklarından emin olunması gerekir ³⁵⁰ . Diğer taraftan kitle fonlama platformlarının, danışmanlık hizmeti verme imkânını, projeler arasında ayırım yapmak ve danışmanlık hizmeti alınmasını platformda yer alabilmek için fiili bir zorunluluk haline getirmek amacıyla kullanmaları da önlenmelidir³⁵¹.

bbb. Platformların Faaliyetlerine İlişkin Yükümlülükleri

Platformların temel sorumluluklarından biri de kampanya sayfasını oluşturmaktır. Bu kampanya sayfasının temel işlevi kampanya süreci ve kampanyanın gerçekleştiği takvim yılını izleyen 5 yıl boyunca girişim şirketine ilişkin periyodik açıklamaların duyurulmasına hizmet etmesidir. Girişimciler tarafından tanzim edilen ve yatırım komitesinin onayladığı bilgi formu kampanya sayfasında 5 yıl boyunca yatırımcının bilgisine sunulur. Platform, kampanya sayfasına ilişkin gerekli altyapıyı kurmakla yükümlüdür. Zira kampanya sayfası girişimcinin kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü yerine getirmesini sağlamaktadır.

Tebliğ yatırımcıların korunması amacıyla platforma belli başlı yükümlülükler atfetmiştir. Bunlardan bir tanesi de yatırımcıların dolandırılma riskini olabildiğince düşürmektir. Diğer taraftan hiçbir yatırım risksiz değildir ve risk arttıkça getiri de artar³⁵² . Bu itibarla sermaye piyasaları da riskten ari olmamakla beraber temel

³⁵⁰ Yüksel, s. 1956.

³⁵¹ Yüksel, s. 1956.

³⁵² Brealey, R. A. / Myers, S.C. / Marcus, A.J.: Fundamentals of Corporate Finance, 8. Edition, New York 2015, s. 324.

amaçlarından biri de yatırımcının suistimal edilmemesidir. Bu riski asgariye indirmek için Tebliğ, platformlara yatırımcıların hak ve menfaatlerini koruyucu ve olası hak kayıpları ve suistimalleri önleyici tedbirler almasını hükmetmiştir. Tedbirler alınması bilgi formundaki bilgilerin doğru olup olmadığını incelemeyi kapsamamakla beraber, dolandırıcılığa ilişkin yeterli bir şüphe oluştuğunda bilgi formunun onaylanmaması anlamına gelir. Yetkin değerlendirmenin yapılması ve yatırımcının korunması adına platformlar, kampanyalarını yürüttükleri girişim şirketlerini kitle fonlaması kapsamındaki yükümlülükleri hakkında bilgilendirmek zorundadır. Platformun bilgilendirme yükümlülüğünü yerine getirdiğine dair ispat yükü platforma aittir.

Platformlar her bir kampanya için hedeflenen ve toplanan fon tutarı, fon sağlayan yatırımcı sayısı ve kalan süre hakkında platform üzerinden anlık olarak bilgilendirme yapar. Fonlamanın gerçekleşip gerçekleşmediğine bakılmaksızın, her bir kampanya için kampanya süresinin sona ermesini takip eden işgünü fonlama sonuçları platform üzerinden kamuya duyurulur [Tebliğ m. 11(13)].

Bu düzenlemelerin yapılmasındaki amaç, her ne kadar platform açısından iş yüküne neden olsa da yatırımcının daha rasyonel bir şekilde karar vermesine yardımcı olmaktır. Yatırımcı kitlesininin büyük bir çoğunluğunun ilgili projeye dair yeterli bilgi ve deneyiminin olmadığı düşünüldüğünde, Tebliğ düzenlemelerinin yatırımcıya bilgi asimetrisinin azaltılması anlamında fayda sağladığı düşünülmektedir.

ccc. Yurt Dışında Yerleşik Platformların Faaliyetleri

Yurt dışında faaliyet gösteren kitle fonlaması platformlarının Tebliğ kapsamında yükümlü olup olmadığına dair düzenlemeye Tebliğ m. 13'te yer verilmiştir. Söz konusu hükme göre *“Türkiye’de yerleşik kişilere yönelik tanıtım,*

reklam ve pazarlama gibi faaliyetlerde bulunulmamış olması şartıyla, Türkiye’de yerleşik kişilerin tamamen kendi iradeleri doğrultusunda, yurt dışında yerleşik platformlar üzerinden katıldıkları kitle fonlaması işlemleri, bu amaçla yurt dışında açtıkları hesaplar, söz konusu hesaplara gönderilen nakit ve diğer kıymetler ile bu hesaplar üzerinden gerçekleştirdikleri işlemler bu Tebliğin kapsamı dışındadır.”. Hükme göre Tebliğ’in uygulanmaması için yabancı kitle fonlaması platformunun Türkiye’deki yerleşik kişilere özel bir bilgilendirme çabasının bulunmaması gerekir.

Bu düşünce doğrultusunda, yurt dışında yerleşik platformların Türkiye’de iş yeri açması, Türkçe internet sitesi oluşturması, sunulan kitle fonlama faaliyetlerine ilişkin olarak doğrudan ve/veya Türkiye’de yerleşik kişi ya da kurumlar aracılığıyla tanıtım ve pazarlama faaliyetlerinde bulunulması durumlarından herhangi birinin varlığı halinde faaliyetlerin Türkiye’de yerleşik kişilere yönelik olduğu kabul edilir ve bu Tebliğ hükümleri uygulanır (Tebliğ m. 13). Mamafih, hükümde belirtilen şartların birinin bile var olması durumunda Tebliğ hükümleri uygulanacaktır. Öte yandan faaliyetlerin Türkiye’de yerleşik kişilere yönelik olup olmadığının tespitini Kurul yapmaktadır.

Tebliğ m. 13 esasen Tebliğ’in uygulama alanını göstermektedir. Ancak kanımızca Tebliğ’in ilgili hükmünü anlamak için “yetki” ³⁵³ kavramını tartışmak gerekir. Devletlerin kural olarak “ülkesel yetkisi” bulunmaktadır ve ülkesel yetki, devletlerin kendi sınırları içerisinde kendi egemenliğine dayanarak yabancılar da dâhil olmak üzere tüm kişilere ilişkin yasalar yapabilme ve uygulayabilme yetkisini

³⁵³ Yetki’nin sözlük anlamları;(i) mahkemelerin ve yasal kurumların karar verme ve yargılama yapması için sahip olması gereken kudret, (ii) yasalarına ve kurallarına uyumlu olunması gereken ülke. (<https://dictionary.cambridge.org/tr/s%C3%B6zl%C3%BCk/ingilizce/jurisdiction>) (Son Erişim Tarihi: 06.07.2021).

anlatır³⁵⁴. Uluslararası hukukta yetki 3 boyutludur³⁵⁵. Bunlar, normatif yetki, yargısal yetki ve icrai yetkidir. Normatif yetki (*prescriptive jurisdiction*), devletin kendi hukuk kurallarını eşyalara ve kişilere uygulama gücünü; yargısal yetki (*adjudicative jurisdiction*), devlet mahkemelerinin uyuşmazlıkları çözme gücünü; icrai yetki (*enforcement jurisdiction*) ise sosyal ilişkilerin ülkelerin kendi normlarına uyumluluğunun sağlanması ve aykırılığa yaptırım uygulama kudretini anlatmaktadır³⁵⁶. Uluslararası hukukta da devletlerin kendi sınırları içerisinde yetkilerini kullanma hususunda bir tekel yetkisi mevcuttur³⁵⁷. Devletlerin kendi sınırları içerisinde tekel haline gelen yetkilerinin ya da egemenliğinin başka bir devlet tarafından ihlal edilmesi durumunda sınırötesi yetki (*extraterritorial jurisdiction*) gündeme gelir ve uluslararası hukuk ülkesel yetki kuralının istisnası olarak kabul edilen sınırötesi yetkiyi bazı durumlarda hukuka uygun bulur³⁵⁸. Her bir yetkinin “ülkesel yetki” kuralını aşar şekilde sınırötesi uygulamaları söz konusu olabilir³⁵⁹. Bu durumda Tebliğ m. 13 incelendiğinde, yurt dışındaki platformların bazı şartların varlığı halinde gerçekleştirdiği işlemlerin Türkiye’deki kişilere karşı olacağı varsayılmıştır³⁶⁰. Bu düzenleme ile yatırımcının korunması adına, Tebliğ’in normatif yetkisinin sınırötesi uygulanabileceği sonucu çıkmaktadır.

³⁵⁴ Ryngaert, C: *The Concept of Jurisdiction in International Law*, Utrecht University, s.2.

³⁵⁵ Colangelo, A. J. : *What Is Extraterritorial Jurisdiction*, Cornell Law Review 2014, V. 99, I. 6, s.1310.

³⁵⁶ Norton, J. J. : *Extraterritorial Jurisdiction Of U.S. Antitrust and Securities Laws*, International and Comparative Law Quarterly 1979, V. 28, I. 4, s. 575.; *Hartford Fire Ins. Co. v. California*, 509 U.S. 764, 813 (1993) (<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/509/764/>) (Son Erişim Tarihi: 06.07.2021).

³⁵⁷ Jackson, J. H. : *Sovereignty- Modern: A New Approach to an Outdated Concept*, Georgetown Law Faculty Publications 2003, V. 97, s.782.

³⁵⁸ Henkin, L.: *That “S” Word: Sovereignty, and Globalization, and Human Rights, Et Cetera*, Fordham Law Review 1999, V. 68, I. 1, s. 11.; Richmond, D.: *Normativity in International Law: The Case of Unilateral Humanitarian Intervention*, Yale Hum. Rts. & Dev. L. J. 2003, V.6, I.3, s. 46.

³⁵⁹ Colangelo, s. 1311.

³⁶⁰ Tiryakioğlu, B. : *Extraterritorial Implications of Turkish Legislation*, Public and Private International Law Bulletin, V. 41, I.2, s.943.

cc. Platform Üyelğine İlişkin Esaslar

Yatırımcının kitle fonlaması yatırımlarını gerçekleştirebilmesi için platforma üye olması zorunludur. Bu zorunluluk AB ve ABD hukuku uygulamalarında da söz konusudur. Platformlar, yatırımcıların üye olmalarına ilişkin bazı işlemleri gerçekleştirirler. Bu bağlamda öncelikle Türkiye’de yerleşik gerçek kişiler ile tüzel kişilerin imza yetkilileri için MKK tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde 3/9/2016 tarihli ve 29820 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan E-Devlet Hizmetlerinin Yürütülmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik’te³⁶¹ tanımlanan kimlik doğrulama işleminin yerine getirilmesinin sağlanması ve bu suretle kimlik bilgileri tespit ve teyit edilen üyelerin bilgilerinin MKK’ya iletilmesi gerekmektedir [Tebliğ m. 14(2)(a)]. Türkiye’de yerleşik olmayan kişiler için ise bu kişiler adına MKK nezdinde hesap açıldığının ve bu hesaba ilişkin sicil tanımlama işleminin gerçekleştirildiğinin tespit edilmesi ve bu suretle kimlik bilgileri tespit ve teyit edilen üyelerin bilgilerinin MKK’ya iletilmesi gerekmektedir [Tebliğ m. 14(2)(b)].

Yukarıda da belirtildiği üzere yatırımcının platform vasıtasıyla yatırım yapması için platformla yatırımcı arasında üyelik sözleşmesi akdedilmelidir. Üyelerle akdedilecek sözleşmenin asgari unsurları Tebliğ’in ekinde gösterilmiştir. Platformların bu sözleşmeyi akdetme, saklama ve bir örneğini uygun haberleşme vasıtasıyla üyelere iletme yükümlülüğü bulunmaktadır³⁶². Üyelik işlemlerine

³⁶¹ RG. 03.09.2016, S.29820.

³⁶² Sözleşmede bulunması gereken asgari unsurlar aşağıdaki gibidir:

- 1)Sözleşmenin taraflarını tanıttıcı bilgiler,
- 2)Platformu temsile yetkili birim/kişiler ile irtibat bilgisi,
- 3)Sözleşmenin tarihi ve fesih koşulları,
- 4)Sözleşmenin konusu ve amacı,
- 5)Paya dayalı kitle fonlaması faaliyeti hakkında bilgi,
- 6)Paya dayalı kitle fonlaması faaliyetleri genel risk bildirim formu,
- 7)Kampanya sürecinde uygulanacak prosedürler,

açısından getirilen bir başka yükümlülük ise üyelerden yapacakları yatırıma ilişkin tüm risklerin anlaşıldığına dair bir beyanın alınmasıdır. Bu beyan yatırımcının ilgili yatırım aracı hakkındaki riskleri anladığını ortaya koymakla beraber yatırımcının yatırım kararı alırken bir kez daha düşünmesine olanak sağlar. Dolayısıyla bu beyanın alınması yatırımcının korunmasına hizmet etmektedir.

Bu formun bilgi formuna ilave olarak yatırımcıya sunulması ve yatırımcı tarafından okunması platform tarafından sağlanır. Formda genel itibariyle yatırım riskinin fark edilmesi ve getiri sağlamama ihtimalinin pek de düşük olmadığı vurgulanması amaçlanır. Yatırımcı açısından bu risk bildiriminin okunması yatırımcıyı risklere karşı psikolojik olarak hazırlar (*priming effect*)³⁶³. Bu durumda risk bildiriminin okunması yatırımcının korunması açısından önem arz eder.

Bu durumda üzerinde durulması gereken hususlardan biri de yatırımcı testidir. Tebliğ m. 17'ye göre yatırımcı testinin yapılmasının tek nedeni yatırımcının malvarlığının az olması varsayımına dayanmaz. Bu testin temel amacı yatırımcıların yapacağı yatırımın taşıdığı riskleri anlayacak bilgi ve tecrübeye sahip olduğunu ve payların devir imkânının kısıtlı olabileceğini anlayabildiğini tespit etmektir³⁶⁴. Dolayısıyla platformlara üye olan yatırımcıların kitle fonlaması yatırımlarının taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olduklarını göstermesi gerekir. Yapılan testin sonucunda kitle fonlaması yatırımlarına uygun olmadığı değerlendirilen kişilerin üyelik başvurularının reddedilmesi gerekir. İlgili sistem uyarınca, yatırımcının riskler

8) Sözleşmenin taraflarının hak ve yükümlülükleri,

9) Alınacak ücret, komisyon ya da diğer menfaatler,

10) Reklam ve tanıtıcı materyallerin paylaşımına ilişkin esaslar,

11) Uyuşmazlık halinde başvurulacak yargı merci,

12) MKK'nın e-Yönet ve e-Cas sistemlerine otomatik üye olunacağına ilişkin bilgilendirme.

³⁶³ Yanlı (Kitle Fonlaması), s. 42.

³⁶⁴ Yanlı (Kitle Fonlaması), s.42-43.

karşısında detaylı bir şekilde bilgilendirilmesinin yanında, bu yatırımı yapmaya ehil olup olmadığı değerlendirilir³⁶⁵.

Üyeler, üyelik işlemleri sırasında yıllık net gelirlerine ilişkin beyanda bulunmuşlarsa bu açıklamanın platformlar tarafından derhal MKK'ya iletilmesi ve MKK nezdinde saklanması gerekmektedir. Zaten yatırımcının yatırım yapabileceği tutarın kontrolü MKK tarafından yapılmaktadır. Öte yandan platform, kendi nezdindeki bilgilerin kamu tüzel kişileri dâhil üçüncü kişiler ile paylaşımında Kişisel Verilerin Korunması Kanununa³⁶⁶ ve ilgili diğer mevzuata uyum sağlamak zorundadır.

Platform üyeliğine ilişkin bahsedilmesi gereken son husus da cayma hakkıdır. Yatırımcılar tarafından fon sağlamaya ilişkin alım emrinin verilmesiyle beraber 48 saat içerisinde, cayma hakkına yönelik bildirimin platforma iletilmesi suretiyle mezkûr hakkın hiçbir sebep gösterilmeksizin kullanılması mümkündür. Cayma hakkının kullanılması bildirimini izleyen iş günü içerisinde fonun yatırımcıya iadesine ilişkin işlemler emanet yetkilisi tarafından gerçekleştirilir.

dd. Emanet Yetkilisinin Durumu

Tebliğ, girişimci adına toplanacak fonların emanet yetkilisi tarafından saklanmasını emretmiştir. Bu itibarla emanet yetkilisi kitle fonlaması bakımından çok özel bir yere sahiptir. Zira temel amaç girişimciler için fon toplanması, yatırımcılar açısından ise kazanç elde edeceklerini düşündükleri projelere yatırım yapılabilmesi fırsatının sunulmasıdır. Bu durumda elde edilen fonların emanet yetkilisi tarafından

³⁶⁵ Küçükgüngör, s.233.

³⁶⁶ RG. 24.03.2016, S. 6698.

Tebliğe uygun şekilde toplanması, saklanması ve aktarılması sürecin güvenliğini sağlamıştır. Fonların emanet yetkilisi tarafından saklanması yatırımcının güvende hissetmesini sağlar. Bu bağlamda yatırımcının aklında aktardığı fonun güvende olup olmadığına dair bir soru işareti oluşmaz. Bu durum kitle fonlaması yönteminin tedbirli olduğunu göstereceğinden yatırım kararı verilmesini kolaylaştırabilir.

Emanet görevlisi Tebliğ’de : *“Platformlar aracılığıyla toplanan fonu, fonlanan şirkete aktarılan veya yatırımcılara iade edilene kadar bu Tebliğdeki hükümler çerçevesinde emanetçi sıfatıyla bloke eden İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ile 2/7/2013 tarihli ve 28695 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği (III-56.1)’nde tanımlanan diğer portföy saklayıcıları”* olarak tanımlanmıştır.

Emanet yetkilisinin önemini kavramak için öncelikle kampanya sürecinde gerçekleştirdiği işlemlerin ele alınması gerekir. Emanet yetkilisinin görevi, yatırımcının alım emrinin platform tarafından emanet yetkilisine iletilmesiyle başlar. Aynı bildirim MKK’ya da yapılmaktadır. Emanet yetkilisi toplanan fonları kampanya sürecinin sonuna kadar kendi nezdinde platform adına açılan bloke hesapta saklar. Söz konusu fonların gerekirse nemalandırmasını gerçekleştirir. Kampanya başarısız olursa toplanan fonlar, yatırımcılara emanet yetkilisi tarafından iade edilir.

Paya dayalı kitle fonlamasında emanet yetkilisi işlemleri, hedeflenen fonun toplanması durumunda fon toplayanın girişimci, anonim şirket ya da limited şirket olmasına göre değişiklik gösterir. Kampanyanın girişimci tarafından yürütülmesi durumunda kampanya süresinin sona ermesinden itibaren doksan gün içerisinde anonim şirket kurulum işlemlerinin gerçekleştirilmesi gerekir. Anonim şirket

kurulumu sırasında girişimci tarafından ödenmesi gereken en az sermaye miktarının tamamı platform adına açılan bloke hesaptan girişimciler lehine aktarılabilir [Tebliğ m 17(7)(2)]. Bu düzenleme girişimcinin lehinedir. Zira nakit bulmakta zorluk çeken girişimcinin en az sermaye miktarını ödeme gücünün bulunmaması olasıdır³⁶⁷. Diğer taraftan şirket kurulduktan sonra platform adına emanet yetkilisi nezdinde bulunan fon, girişim şirketi adına emanet yetkilisi nezdinden açılan hesaba aktarılır. Sonrasında şirketin tescil işlemlerinin gerçekleştirilmesinden itibaren otuz gün içerisinde toplanan fon kadar sermaye artırımını yapılmalıdır. Paya dayalı kitle fonlamasında kampanyanın anonim şirket tarafından yürütülmesi de olasıdır. Bu durumda platform adına açılan bloke hesapta tutulan fon girişim şirketinin bloke hesabına aktarılır. Girişim şirketi kampanya süresinin bitmesinden itibaren otuz iş günü içerisinde toplanan fon tutarı kadar sermaye artırımını yapar. Kampanyanın limited şirket tarafından yürütülmesi olasılığında ise, kampanya süresinin sona ermesinden itibaren doksan gün içerisinde anonim şirkete dönüşüm ve sermaye artırım işlemlerinin gerçekleştirilmesi gerekir. Anonim şirkete dönüşüm işlemleri tamamlandıktan sonra platform adına emanet yetkilisi nezdinde açılan bloke hesapta tutulan fon, girişim şirketi adına emanet yetkilisi nezdinde açılan bloke hesaba aktarılır. Girişim şirketi bloke hesabında tutulan fon, sermaye artırım işlemlerinden ve payların MKK tarafından oluşturulup pay sahiplerine aktarılmasından sonra girişim şirketine tevdi edilir. Emanet yetkilisi borçlanmaya dayalı modelde de aynı işlemleri gerçekleştirir ancak burada sermaye artırımını söz konusu değildir.

³⁶⁷ Baytemür, s.625.

Girişimcilerin ya da girişim şirketlerinin anonim şirket kurma, anonim şirkete dönüşüm işlemlerini tamamlama ya da sermaye artırım işlemlerini gerçekleştirememesi durumunda toplanan fonlar ve varsa nemalandırılmış tutarlar emanet yetkilisi tarafından yatırımcıya iade edilir. Bu durumda girişimcilerin yatırımcılara karşı tazminat sorumluluğu ortaya çıkar. Zira ilgili işlemlerin yapılmaması girişimci ile yatırımcı arasındaki akdedilen sözleşmenin ifasının imkânsız hale gelmesine neden olur. Buradaki borca aykırılık girişimci ya da girişim şirketinin kusuru nedeniyle ortaya çıkar.

Kampanya süresinde hedeflenen fonun üzerinde fon toplanması durumunda aşkın kısım bilgi formunda belirtilen dağıtım listesi uyarınca emanet yetkilisi tarafından yatırımcıya iade edilir. Dağıtım listesi platform tarafından bilgi formunda açıklanır.

Emanet yetkilisinin yatırımcıların cayma hakkını kullanmalarından sonra da bazı yükümlölükleri bulunmaktadır. Yatırımcı, fon aktarma talebini izleyen 48 saat içinde cayma hakkını kullanabilir. Cayma hakkı hiçbir sebep ileri sürmeksizin kullanılabilir. Platform cayma hakkı kullanımı bildirimini emanet yetkilisine iletir ve emanet yetkilisi fonun iadesine ilişkin işlemleri gerçekleştirir.

Emanet yetkilisinin yatırımcı ve girişimci arasındaki ilişki escrow ilişkisine benzemektedir. Escrow “*ifaya konu olan edimin belirli şartların gerçekleşmesine kadar üçüncü kişi tarafından sözleşmenin tarafları lehine saklanması*” şeklinde tanımlanabilir³⁶⁸. Escrow ilişkisinin amacı hukuki işlemde doğan borçların ifasını

³⁶⁸ www.investopedia.com/terms/e/escrow.asp (Son Erişim Tarihi: 20.01.2022).

teminat altına almaktır³⁶⁹. Kitle fonlamasında da emanet yetkilisi, kitle fonlaması süreci boyunca yatırımcının girişimci lehine aktardığı fonları uhdesinde tutmaktadır. Fon, projenin başarılı olması ve gerekli işlemlerin yapılması durumunda girişimciye aktarılır. Yatırımcı tarafından aktarılan fon, kampanyanın başarısız olma ve cayma hakkının kullanılması durumunda ise yatırımcıya iade edilir.

Escrow sözleşmesi tek başına bir anlam ifade etmez. Zira ilgili sözleşme daima başka bir ilişkiye dayanır. Ana sözleşme escrowun kaynağı durumundadır ve escrow sözleşmesinin temel unsurlarından biridir³⁷⁰. Escrow sözleşmesinde bir tarafta temel sözleşmenin tarafları diğer tarafta escrow aracısı bulunmaktadır³⁷¹. Kitle fonlamasında escrowda olduğu gibi bir tarafta yatırımcı ve girişimci varken diğer tarafta escrowa konu olan fonu tutan emanet yetkilisi bulunmaktadır. Bu ilişkinin temelinde kitle fonlaması sürecinden doğan bir hukuki ilişki bulunmaktadır. Diğer taraftan mezkûr ilişkide kitle fonlamasında olduğu gibi birbirinden tamamen farklı amaçlarla bağımsız borçlar altına giren üç taraf bulunmaktadır³⁷². Her iki ilişkinin amaçları ve unsurları aynı olduğundan kitle fonlamasındaki emanet yetkilisi escrow statüsündedir.

Escrow sözleşmesinin hüküm ve sonuçları TBK'da düzenlenmediğinden isimsiz sözleşmeler arasında yer alır³⁷³. Mezkûr sözleşme kendinde genel saklama ve vekâlet sözleşmelerinin unsurlarını barındırır³⁷⁴. Zira emanet yetkilisi, yatırımcı

³⁶⁹ Kırca, İ: *Escrow Sözleşmesi*, Batider 1997, C. 19, S. 1 (*Escrow*) s. 45. Escrow sözleşmesinin konusu bir şirketin payları, bir uygulamanın kaynak kodu ya da semen olabilir.

³⁷⁰ Escrow sözleşmesinin kurucu unsurları yazar tarafından dörde ayrılmıştır. Bunlar; devredeni devralan ve escrow tutan üç taraf, escrow ilişkisinin temelini oluşturan hukuki ilişki, escrow tutana teslim edilen edim, edimin devrinin bağlandığı koşuldur. Detaylı bilgi için bkz. Ekici, Ş: *Escrow Sözleşmeleri*, İstanbul 2019, s.34.

³⁷¹ Kırca (*Escrow*), s.51.

³⁷² Ekici, s.34.

³⁷³ Usta, S.: *Escrow Sözleşmesi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2018, s. 18; Kırca (*Escrow*), s.59.

³⁷⁴ Kırca (*Escrow*), s. 59.

tarafından aktarılan nakdi saklar ve kampanyanın akıbetine göre fonları gerekli yerlere nakleder. Asli edimleri fonları saklamak ve dağıtmaktır. Emanet yetkilisi, nakdi öncelikle platform adına açılan hesapta saklar. Platform adına açılan hesapta saklanan fonlar kampanyanın başarı ile sonuçlanmasıyla girişimci adına açılan bloke hesaba aktarılır. Genel saklama sözleşmesindeki saklama unsuru emanet yetkilisinin taraf olduğu sözleşmede de bulunmaktadır. Emanet yetkilisinin bir diğer asli edimi ise kendisine saklatılan şeyi koşulların gerçekleşmesi durumunda girişimciye teslim etmesidir. Emanet yetkilisi böylece kitle fonlaması tarafları için iş görme borcu altına da girer. Mezûr ilişkide vekâlet ve genel saklama sözleşmesinin unsurları bulunmaktadır. Bu ilişkide esasen, kanunda düzenlenen genel saklama ve vekâlet sözleşmelerinin unsurları kanunun öngörmediği şekilde bir araya gelmiştir³⁷⁵. Dolayısıyla escrow sözleşmesi kombine (bileşik) nitelikli karma sözleşmedir³⁷⁶. Bu durumda escrow sözleşmesine TBK'nın genel hükümleri doğrudan, özel hükümleri kıyasen uygulanır³⁷⁷.

ff. Kaydileştirme ve Dağıtım Esasları

Paya dayalı kitle fonlaması yoluyla toplanan fonlar karşılığında çıkarılacak paylar da dâhil olmak üzere girişim şirketinin tüm payları MKK nezdinde kayden oluşturulur ve izlenir. Girişim şirketi paylarının kaydileştirilmesi ve yatırımcılara dağıtımını amacıyla girişim şirketi veya girişim şirketinin yetkilendireceği bir yatırım kuruluşu aracılığıyla MKK'ya başvuruda bulunulur ve bu başvurulara ilişkin esaslar

³⁷⁵ Bileşik sözleşmelere ilişkin detaylı bilgi için bkz. Kuntalp, E.: Karışık Muhtevalı Akit, 2. Baskı, Ankara 2013, s.163-168.

³⁷⁶ Ekici, s.94.

³⁷⁷ Esin, İ. G.: Birleşmeler ve Devralmalar, 3. Baskı, İstanbul 2021, s.205; Kırca (Escrow), s.59.

MKK tarafından belirlenir [Tebliğ m. 27(2)]. Ancak kaydileştirilme işlemlerinin fonların girişim şirketine aktarılmasından önce gerçekleştirilmesi gerekmektedir.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: KİTLE FONLAMASI TARAFLARI ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİLERİN NİTELİĞİNİN BELİRLENMESİ VE HUKUKİ SORUMLULUK

I. PLATFORM - GİRİŞİMCİ İLİŞKİSİ

Kitle fonlaması kavramı hukukumuzda SPKn 35/A hükmü ile girmiştir ve bu hükme göre kitle fonlamasının tarafları olan yatırımcı, girişimci ve platform arasındaki ilişkilere genel hükümlerin uygulanacağı düzenlenmiştir. Bu bağlamda platform ile girişimci, platform ile yatırımcı ve girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkilere hangi hükümlerin uygulanması gerektiği ele alınmalıdır³⁷⁸.

Platformla girişimci arasındaki hukuki bağın analiz edilmesi için tarafların hak ve yükümlülüklerini incelemek gerekir. Platformun girişimcilere karşı yükümlülükleri Tebliğ'de şüpheye yer bırakmayacak şekilde düzenlenmiştir. Buna göre platformların yükümlülükleri; kitle fonlaması için gerekli altyapının kurulması, uygun bulunan proje için kampanya sayfası oluşturulması, bilgi formu başta olmak üzere yatırımcının kararını etkileyebilecek her türlü bilginin açıklanması, yatırımcının korunması ve sürece dâhil olan taraflara ilişkin veri gizliliğinin sağlanması için gerekli tedbirlerin alınması olarak sıralanabilir. Ancak platformun asli borcu, projenin kampanya süreci boyunca görünür kılınmasını sağlamaktır³⁷⁹. Platform bu hizmetin karşılığında ücret elde eder. Bu ücretin miktarı sabit ücret ya da toplanacak fon üzerinden komisyon alma şeklinde belirlenebilir.

³⁷⁸ Özel Amaçlı Bağımsız Denetim hakkındaki açıklamalar için bkz. 3. Bölüm I/B/2/a/gg başlığı, s. 98-102; Emanet Yetkisinin Durumu hakkındaki açıklamalar için bkz. 3. Bölüm I/B/2/c/bb başlığı, s. 123-133.

³⁷⁹ Baytemür, s.625.

Platformlar girişimcinin fon toplayabilmesi için gayret gösterir. Platform bu ilişkide girişimci adına iş görür. Zira platform, girişimci adına fon toplanmasına hizmet eder. Platformların bu hizmetleri SPKı tarafından çıkarılan Yatırım Hizmetleri Tebliği³⁸⁰ ile düzenlenen halka arza aracılık faaliyetlerine benzemektedir. Zira halka arza aracılıkta aracı kurumlar ihraççının çıkardığı payların satışını sağlar. Kitle fonlamasında da platformlar girişimcinin çıkaracağı payların satılması için aracılık faaliyetinde bulunur.

Halka arzda aracılık faaliyetleri, aracılığın kapsamına göre üç farklı şekilde gerçekleştirilir. Bunlar tam aracılık, kesin bağlantı aracılığı ve en iyi gayret aralığıdır. Ortaklığın çıkardığı payların aracı kurum tarafından halka arz edilmesi ve satış süresinin sonunda satılamayan payların aracı kurum tarafından satın alınmasını taahhüd eden aracılık faaliyeti tam aracılıktır (*Strict Underwriting/Bakiyeyi Yüklenim*)³⁸¹. Kesin bağlantı aracılığında ise aracı kurum veya birden çok aracı kurum konsorsiyum teşkil ederek ihraç edilen menkul kıymetin tümünü satın alır; bu menkul kıymetler bilahare halka satılır ve aracı kurum bu iki alım satım arasındaki farktan kâr elde eder³⁸². Halka arz edilmesi planlanan payların satılamaması halinde aracı kurumun herhangi bir taahhüt altına girmediği, kurul kaydına alınacak payların kamuyu aydınlatma belgesinde ifade edilen satış süresi içinde satılmasını, satılamayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eden aracılık türü ise en iyi gayret aracılığıdır (*The Best Effort Underwriting*)³⁸³.

³⁸⁰ RG. 11.07.2013, S. 28704.

³⁸¹ Manavgat, M. Ç.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991 (Aracı Kurumlar), s.64.

³⁸² Yasaman, H.: Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992, s.111.

³⁸³ Tanör, R.: Türk Sermaye Piyasası, Cilt I, İstanbul 2000, s.260.

Kitle fonlaması işlemleri kapsamında gerçekleştirilen aracılık faaliyetleri bu üç tür arasında “en iyi gayret” aracılığına benzer. Zira platformların hedeflenen fonun toplanamaması halinde satılamayan payları satın almayı taahhüt etmesi söz konusu değildir. Bu itibarla kitle fonlaması platformlarının faaliyetlerini “en iyi gayret aracılığına” benzetmek ve buna ilişkin hükümleri uygulamak yanlış olmaz. Zira yapılan bu ayırım girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkinin hukuki niteliğinin tespitinde önem arz eder.

Doktrindeki baskın görüşe göre, halka arza aracılık faaliyetlerinin hukuki niteliğinin tespitinde aracı kurumun kimin nam ve hesabına göre hareket ettiği önemlidir³⁸⁴. Diğer bir ifade ile halka arza aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğinin tespitinde, aracılığın kapsamına göre bir değerlendirme yapılmamıştır. Bu yöntem sözleşmenin tipi belirlenirken tarafların hak ve yükümlülükleri göz ardı edildiği için eleştirilmiştir³⁸⁵. Gerçekten de doktrindeki baskın görüşe göre ihraççı ile aracı kurum arasındaki hukuki ilişki, aracı kurumun ihraççı adına ve hesabına ya da ihraççı hesabına kendi adına ve kendi adına ve hesabına faaliyet göstermesine göre belirlenmiştir. En baştan söylemek gerekir ki aracı kurumun kendi adına ve hesabına aracılık faaliyeti yürütmesi alım-satım ilişkisi doğurmaktadır³⁸⁶.

Aracı kurumun aracılık faaliyetlerini ihraççının namına ve hesabına gerçekleştirmesi durumunda iç ilişkide yani ihraççı ile aracı kurum arasında vekâlet,

³⁸⁴ Ünal, O. K.: Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar, Ankara 1997, s.76 vd; Manavgat (Aracı Kurumlar), s.84 vd ; Yasaman, s. 113 vd ; Sumer, A: Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, İstanbul 2002, s.83; Tanör, s.285; Berzek, A. N.: Sermaye Piyasasında Aracılık, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul 1995, s. 57 vd; Karababa, S.: Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001, s. 128.; Tekinalp, Ü.: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982 (Sermaye), s.79-80.

³⁸⁵ M. M. İnceoğlu: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004, s.75.

³⁸⁶ Yasaman, s.114.

dış ilişkide yani yatırımcı ile girişimci arasında doğrudan temsil ilişkisinin kurulacağı ileri sürülmüştür³⁸⁷. Dış ilişkide doğrudan temsil ilişkisinin kurulduğuna dair bir şüphe bulunmamaktadır. Zira aracı kurum yatırımcıya aracılık faaliyetinin ihraççı adına ve hesabına yapılacağını göstermektedir. İç ilişkide ilişkinin bir iş görme borcu doğurduğu şühesizdir. Zira iş gören platform, iş sahibi girişimci hesabına fon toplayıp pay satışı gerçekleştirir. Mezkûr ilişkinin iş görme borcu doğurduğu tespit edildiğine göre, bir sonraki adım hukuki niteliğin vekâlete mi hizmet sözleşmesine mi yakın olduğunu belirlemektir.

İç ilişkideki hukuki nitelik vekâlet ilişkisine daha yakındır³⁸⁸. Bunun nedeni bahsi geçen ilişkilerdeki zaman ve bağımsızlık unsurlarına ilişkindir³⁸⁹. Bu bağlamda hizmet ve vekâlet ilişkisinin ayırt edilmesinde iki temel unsura bakılmalıdır³⁹⁰. Ancak zaman unsuru hukuki ilişkinin tespitinde tek başına yeterli değildir. Dolayısıyla bağımsızlık unsuru hizmet ve vekâlet ilişkisini birbirinden ayıran temel unsurdur. Hizmet sözleşmesinde işçi işverene bağımlıdır. Ancak vekâlet sözleşmesinde vekilin müvekkile talimat verme yetkisi var olmakla beraber aralarında sıkı bir bağımlılık ilişkisi bulunmaz³⁹¹. Öte yandan vekâlet sözleşmesinde vekil iş görürken TBK m.

³⁸⁷ Ünal, s. 68; Manavgat (Aracı Kurumlar), s. 84; Yasaman, s.114; Berzek, s. 58; Tanör, s. 260; Sumer, s.83.

³⁸⁸ Vekâlet sözleşmesinin zorunlu unsurları; müvekkil adına iş görme, işin müvekkilin menfaatine ve iradesine uygun olarak yapılması, zaman kaydına bağlı olmaksızın ve sonucun elde edilememesi rizikosunu taşımaksızın belli bir yönde iş görme, başkasına ait işin görülmesi için şekle bağlı olması gerekmeyen bir sözleşme ile borç altına girilmesidir. Zorunlu olmayan unsurlar ise ücret, nisbi bağımsızlık, tarafların her zaman sözleşmeden cayabilme olanağına sahip olmalarıdır.

³⁸⁹ Manavgat (Aracı Kurumlar), s. 85; Yavuz, C./ Acar, F. / Özen, B.: Borçlar Hukuku Dersleri Özel Hükümler, 13. Baskı, İstanbul 2014, s.633-637.

³⁹⁰ Tandoğan, H.: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Cilt II, Beşinci Tıpkı Basım, İstanbul 2010, s.375-377.

³⁹¹ Eren, F.: Borçlar Hukuku Özel hükümler, 2. Baskı, Ankara 2015, s.718.

505’den anlaşılacağı üzere kendisine tevdi edilen işi vekâlet verenin iradesine uygun olarak yapmakla yükümlüdür³⁹².

Diğer taraftan vekâlet ilişkilerini düzenleyen TBK m. 502(2) hükmünün de ayrıca irdelenmesi gerekir. Hüküm şu şekilde düzenlenmiştir: “*Vekâlete ilişkin hükümler, niteliklerine uygun düştükleri ölçüde, bu Kanunda düzenlenmemiş olan iş görme sözleşmelerine de uygulanır.*” Bu hükümden, eser ve hizmet sözleşmesi olarak nitelendirilemeyen her iş görme sözleşmesinin vekâlet sözleşmesi hükümlerine tâbi olacağı, dolayısıyla isimsiz bir iş görme sözleşmesinin söz konusu olmayacağı sonucuna varılabilir. Anılan değerlendirmeye katılınması durumunda, iş görme sözleşmelerinin “eser”, “hizmet” ve “vekâlet” sözleşme tiplerinden oluşan “sınırlı sayı” (*numerus clausus*) ilkesine tâbi olduğu sonucu çıkarılabilir. Ancak bu görüşe katılmak borçlar hukukunun akit serbestisi ilkesini çiğnemek anlamına gelir. Zira TBK’da akit serbestisi ilkesi esastır. Sınırlı sayı ilkesi ancak bir istisna şeklinde getirilebilir ve getirilebilmesi için de bunu haklı kılan hukuki güvenirlik veya zayıf tarafın korunmasını sağlamak gibi üstün nitelikteki nedenlerin var olması gerekir. Ancak bahsedilen menfaatlerin hiçbirinin burada söz konusu olmadığı ve iş görme sözleşmelerinin “*sui generis*” veya “karışık muhtevalı” şeklinde yapılmasına engel oluşturmayacağını ortaya koymak gerekir³⁹³. Öte yandan bunlara gerekiyorsa vekâletten başka tiplere ait ilkelere kıyas yoluyla uygulamak, gerekiyorsa kendi yapılarıyla bağdaşan yeni kurallar koymak gerekir. Bu bağlamda federal mahkeme, öğretideki bu eleştirileri dikkate alarak mezkûr hükmün emredici bir hüküm

³⁹² Yavuz, s.660.

³⁹³ Kuntalp, s.35.

olmadığını, kendisine özgü yapısı olan iş görme sözleşmeleri olabileceğini kabul etmiştir.

Aracı kurumun kendi adına ihraççı hesabına faaliyet gösterdiği durumlarda ise iç ilişkide komisyon ilişkisinin dış ilişkide dolaylı temsil ilişkisinin doğacağı ileri sürülmüştür³⁹⁴. Komisyoncu TBK m. 532’de “*ücret karşılığında kendi adına ve vekâlet verenin hesabına kıymetli evrak ve taşınurların alım ve satımını üstlenen kişi*” olarak düzenlenmiştir. Ancak belirtmek gerekir ki komisyonculuğa ilişkin özel hükümler dışında, bu sözleşmeye vekâlet hükümleri uygulandığından, şirket nam ve hesabına yapılan aracılık faaliyetlerine uygulanacak hükümler bakımından büyük bir benzerlik bulunmaktadır. Komisyonculuk sözleşmesine ilişkin pek çok hüküm en iyi gayret aracılığına uygulanmaya elverişli değildir³⁹⁵. Esasen bu noktada İnceoğlu ve Tanör’ün görüşüne değinmek gerekir. Yazarlara göre, teorik olarak aracı kurumun kendi adına ihraççı hesabına hareket etmesine bir engel bulunmamakla beraber en iyi gayret aracılığında aracı kurumlar genellikle ihraççı şirket nam ve hesabına hareket eder³⁹⁶. Dolayısıyla platformun fiilen kendi adına girişimci hesabına hareket etmediği kabul edildirse girişimci ile platform arasındaki hukuki ilişkiye komisyon sözleşmesi hükümleri uygulanmaz.

Platformun girişimci adına ve hesabına iş görmesi ilişkinin hukuki niteliğini vekâlet sözleşmesine yaklaştırmaktadır. Ancak doktrinde ihraççı ile aracı kurum arasında akdedilen sözleşmenin hukuki niteliğinin *sui generis* iş görme sözleşmesi olduğunu savunan bir görüş de bulunmaktadır. Bu görüşün temelinde yatan düşünce,

³⁹⁴ Tanör, s. 285; Sumer, s.83; Berzek, s. 57; Yasaman, s.114; Manavgat (Aracı Kurumlar), s.86.

³⁹⁵ Manavgat (Aracı Kurumlar), s.87; İnceoğlu, M. M.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004, s.80-81.

³⁹⁶ İnceoğlu, s.80; Tanör, s. 285.

vekâlet sözleşmesindeki “vekilin talimatla bağlı olma” ve “vekilin azil ve istifasının her zaman mümkün olması” unsurlarının mezkûr ilişkide söz konusu olmamasına dayanmaktadır³⁹⁷. Zira platformun girişimcinin taleplerini geri çevirme yetkileri bulunmaktadır. Bu görüş, en iyi gayret aracılığının *sui generis* iş görme sözleşmesi niteliğini haiz olduğunu ve ilişkiye TBK’nın genel hükümlerinin doğrudan uygulanması gerektiğini savunmuştur³⁹⁸. Bu görüşün karşıtı³⁹⁹ ise, vekilin hukuka aykırı verilen talimatları gerçekleştirme borcunun bulunmadığını, dolayısıyla aracı kurumun ihraççının sermaye piyasası mevzuatına uygun verdiği talimatlarla bağlı olduğunu savunmaktadır. Öte yandan karşıt görüş, sermaye piyasası mevzuatına uyması gereken yatırım kuruluşunun, koşulsuz ve şartsız olarak halka arz edenin talimatları altında çalışmamasının, en iyi gayret aracılığını vekâlet ilişkisi olmaktan çıkarmak için yetersiz kaldığını ileri sürmüştür.

Kitle fonlaması platformlarının faaliyetleri halka arzdeki en iyi gayret aracılığına benzer. Kitle fonlaması aracıları uygulamada girişimci nam ve hesabına hareket etmektedir. Bu durumda platform ile girişimci arasındaki ilişkinin hukuki niteliği vekâlet sözleşmesine benzemektedir. Yukarıda bahsedildiği üzere doktrinde iki farklı görüş bulunmaktadır. İlgili görüşler ortaya konulurken vekâlet ilişkisinin unsurları ele alınmıştır. Ancak ilişkinin hukuki niteliğini belirlerken unsurları incelemeyi önce tarafların sözleşme yapma amacına bakmak gerekir. Bütünlük

³⁹⁷ Ayoğlu, T.: Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2006 (Halka Arz), s. 219-225.

³⁹⁸ Kuntalp, s.14-22. Yazar *sui generis* sözleşmeleri, tümüyle kanuni tipik sözleşmelerin hiçbirine ait olmayan unsurlardan meydana gelen ve bu özelliği nedeniyle tam anlamıyla yeni bir oluşum olan sözleşmeler olarak tanımlamıştır. Yazar atipiklik ile *sui generis* kavramlarını karıştırmamak gerektiğini, tipik deyimi tipleşme olgusuna bağlı olmakla beraber *sui generis* sözleşmelerde esas alınan ölçüt sözleşmenin kanunen düzenlenmiş sözleşmeler karşısındaki durumuna ilişkindir.

³⁹⁹ Kankoç Aydın, D: Sermaye Piyasalarında Aracılık Faaliyetlerinin Hukuki Niteliği, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2019, s. 189-190.

görüşüne göre ⁴⁰⁰, uygulanacak hukuk kuralının söz konusu sosyal ilişkinin unsurlarının teker teker ele alınıp bir kavrama yönelmesi sonucunda tespit edilmesi, sözleşmenin kurulma amacına aykırı sonuçları doğurabilir. Zira taraflar arasındaki ilişkiyi belirlerken kitle fonlaması düzenlemelerinin amacı ele alınmalıdır. Düzenlemelerinin amaçlarının girişimciye kolay ve masrafsız bir şekilde kaynak elde edilmesine yardımcı olmanın yanında, pek çoğu nitelikli olmayan yatırımcıların da korunmasını sağlamak olduğu dikkate alındığında platformun iki çatışan menfaati göz önünde bulundurması gerekir. Tipik vekâlet sözleşmesinde vekil, müvekkilinin menfaatine uygun davranmakla yükümlüdür. Müvekkilin vekâlet sözleşmesini üçüncü kişinin menfaatine yapma hakkı da bulunmaktadır ancak bu durumda üçüncü kişinin vekile karşı doğrudan doğruya bir hakkı bulunmaktadır. Mezkûr ilişkide böyle bir durum söz konusu değildir. Mezkûr ilişkide platform girişimciye dair işlemleri gerçekleştirirken hem girişimcinin hem de yatırımcının menfaatini gözetecektir. Dolayısıyla sözleşmenin yapılma amacı başlı başına “girişimci” lehine iş görmek değildir. Bilgi formunun hazırlanması, emanet yetkili işlemleri, özel amaçlı bağımsız denetim ve yatırımcının korunması için getirilen diğer düzenlemeler bu düşüncenin dayanağını teşkil eder. Zira düşük miktarlarda toplanan fonlar karşılığında bu hükümlerin düzenlenmesi, işlem yaparken yatırımcının en az girişimci kadar gözetileceğini gösterir.

Sonuç olarak girişimci ve platform arasında akdedilen sözleşmenin amacı ve hükümleri kanunda düzenlenen vekâlet sözleşmesi yapılarına uygun değildir.

⁴⁰⁰ Bölünme, akitlerin her münferit unsuruna veya unsurlar grubuna bir hukuki sonucun tekabül ettiği görüşündedir. Bütünlük görüşü ise bölünme görüşünün aksine her akit tipi için verilen tanım ile, bu akit için öngörülen hükümler arasında uygunsuzluk olduğunu ileri sürmektedir. Bu itibarla, bölünme görüşünü ve tümden gelim methodunu benimseyen “kavramlar içtihadı” ile bütünlük görüşünü ve tüme varım methodunu benimseyen “menfaatler içtihadı” kavramları ortaya çıkar (Kuntalp, s.45-51).

Dolayısıyla bu sözleşme, *sui generis* iş görme sözleşmesi olarak nitelendirilmelidir. Bu durumda girişimci ile platform arasındaki ilişkiye borçlar kanununun genel hükümleri doğrudan, vekâlet sözleşmesi hükümleri ise kıyasen uygulanmalıdır.

II. PLATFORM İLE YATIRIMCI ARASINDA AKDEDİLEN ÜYELİK SÖZLEŞMESİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ

Kitle fonlaması platformları Tebliğ m. 4(1)(m)'de : “*kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluş*” şeklinde tanımlanmıştır. Bu itibarla, platformların gerçekleştirdiği hizmetlerin temeli aracılık faaliyetlerine dayanır. Zira doktrinde yatırımcı ve platform arasındaki ilişkiyi aracı kurum ile yatırımcı arasındaki ilişkiye benzeten bir görüş bulunmaktadır⁴⁰¹. Alım-satım ilişkisinin hukuki niteliğine ilişkin farklı görüşler ortaya konulmuştur. Bu itibarla ilk görüşün sahipleri menkul kıymet borsalarında aracı kurumun ücret karşılığında menkul kıymeti kendi adına müşteri hesabına almayı üstlendiğini ve bu durumda TBK m. 520 kapsamındaki komisyonculuk ilişkisinin kurulduğunu ileri sürmüştür⁴⁰². Diğer görüş ise alım-satım sözleşmesini ihraççı ile aracı kurum arasındaki ilişkiye benzetmiştir⁴⁰³.

Kitle fonlamasında işlem aracılığının aksine paylar aslen iktisap edilir. Kanımızca yatırımcı ile platform arasındaki ilişkinin hukuki niteliğini belirlerken öncelikle platformun yükümlülüklerini incelemek gerekir. Yükümlülüklerin incelenmesi, sözleşmenin amacını da ortaya koyacağından aradaki ilişkinin hukuki niteliği daha kolay bir şekilde tespit edilir.

⁴⁰¹ Baytemür, s. 626.

⁴⁰² Kırca, İ.: Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000 (Opsiyon) s.93.; Tanör, s. 161.

⁴⁰³ Özer, A.: Sermaye Piyasası Hukukunda Aracı Kurumlar, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 1985, s. 49-50.; Berzek, s. 61.; Kütükçü, D.: Sermaye Piyasası Hukuku, Cilt II, İstanbul 2005, s. 83.; Kankoç Aydın, s. 153.

Platformun temel yükümlölükleri; proje hakkındaki bilgileri kampanya sayfasında yayımlamak, yatırımcının ilgili yatırımın risklerini kavramasına yardımcı olmak, girişimci ile iletişim kurulmasına vasıta olmak ve yatırım taleplerini MKK ve emanet yetkilisine aktarmaktır. Tebliğ hükümlerinde, platformun kendisine yükletilen işlemleri gerçekleştirirken özen ve sadakat yükümlölüklerini haiz olduğuna vurgu yapılmıştır. Menfaat çatışması politikasının oluşturulması, bilgi formunun onaylanması aşamasında projenin teknoloji ve üretim faaliyeti ihtiva ettiğinin tespiti ile dolandırıcılık riskini azaltma yükümlölükleri buna bir örnek teşkil eder.

Tebliğ uyarınca platformun yatırımcının korunması adına pek çok yükümlölüğü bulunduğunu ifade etmek gerekir. Her şeyden önce, yatırımcının kitle fonlaması platformları vasıtasıyla yatırım yapabilmesi için “Kitle Fonlaması Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu”nun okunduğuna ve anlaşıldığına dair bir beyan alması gerekmektedir. Bu beyan yatırımcı adayının yatırımın taşıdığı riskleri anladığının tespitine ilişkindir. Bu beyanın alınması, yatırımcının riskleri anlamasının yanında yatırım kararını verirken bir kez daha düşünme fırsatının yaratılmasına fayda sağlar. Diğer taraftan yapılan tespit sonucunda kitle fonlaması yatırımlarına uygun olmadığı değerlendirilen kişilerin üyelik başvurularının reddedilmesi gerekmektedir.

Platformun yatırımcıya karşı borçları dikkate alındığında, yükümlölüklerini yatırımcı menfaatini gözeterek ifa ettiği görülür. Bu ilişkide iş sahibinin menfaati en önemli unsurdur. Zira Tebliğ pek çok hükmünde “yatırımcının korunması” menfaatine vurgu yapmıştır. Öyle ki yatırımcının yatırıma dair riskleri anlamaması alım emrini geçersiz hale getirir. Platformun yatırımcının korunması menfaatini dikkate alarak işlem yapması, onların sadakat ve özen borcunu ortaya koymaktadır. Bu durumda

üyelik sözleşmesinin yapılma amacı vekâlet sözleşmesi hükümlerinin düzenlenme dayanaklarına uygun düşmektedir. Diğer taraftan mezkûr ilişki vekâlet sözleşmesinin unsurlarını büyük ölçüde ihtiva etmektedir. Bu durumda yatırımcı ile platform arasındaki ilişkiye vakalet sözleşmesi hükümleri doğrudan uygulanmalıdır⁴⁰⁴.

Tebliğ m. 29 hükmü tarafların sorumluluğunu düzenler. Hükme göre platformların yükümlülüklerini ihlal etmesi durumunda platformun yönetim kurulu üyeleri, yatırım komitesinin yükümlülüklerini ihlal etmesi durumunda ise yatırım komitesiyle platformun yönetim kurulu üyeleri sorumlu tutulmuştur⁴⁰⁵. Bilgi formundan doğan zararlara ilişkin sorumluluk aynı maddenin ikinci fıkrasında düzenlenmiştir. Bu bağlamda bilgi formu haricinde, platforma ve yatırım komitesine yükletilen ödevlerin Tebliğe aykırı olarak yerine getirilmesi sonucunda platformun yönetim kurulu üyeleri ya da yatırım komitesi üyeleri zararlardan sorumlu olurlar. Platform ne bir yatırım kurumu ne de halka açık şirket olduğundan burada TTK'nın anonim şirket yöneticilerinin sorumluluğuna dair hükümlerini de tahlil etmek gerekir. TTK m. 553 uyarınca yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu kusura dayanır⁴⁰⁶. Yönetim kurulu üyeleri, zarar doğuran işlemlere dair gereken özeni gösterdiği takdirde sorumlu tutulmazlar. Platform ve yatırım komitesinin izahnameyi onaylamaya benzer bir fonksiyonu bulunmaktadır. Ancak aracı kurumların⁴⁰⁷ aksine yatırım komitesi, bilgi formunda açıklanan hukuki ve ekonomik bilgileri tasdik etmez. Diğer taraftan

⁴⁰⁴ Korkmaz, s. 125-126; Platform ile yatırımcı arasındaki akdedilen sözleşmenin *sui generis* sözleşme olduğuna dair görüş için bkz. Baytemür, s.627.

⁴⁰⁵ Korkmaz'a göre platforma yüklenen görevlerin yerine getirilmemesi durumunda platformun yönetim kurulunun ya da yatırım komitesinin sorumlu olacağına dair hükümden ötürü yatırımcıların doğrudan yönetim kurulu üyelerine başvuramaması gerekir çünkü Tebliğe aykırılıktan platformun tüzel kişiliğinin yatırımcıya karşı sorumlu olduğunu ifade etmiştir. Korkmaz, s. 126.

⁴⁰⁶ Poroy, R./Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E. (Ortaklıklar Hukuku), N.590.

⁴⁰⁷ Gözüyeşil, F. F.: Sermaye Piyasası Hukukunda İzahnâmeden Doğan Sorumluluk, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2019, s.245-248.; İslamoğlu, G.: Sermaye Piyasası Hukukunda İzahnâme Sorumluluğu, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2018, s. 111.

bilgi formunda yer alan bilgilerde tutarsızlık olması, girişimcinin dolandırıcılık amacının anlaşılması, fizibilite ve kredibilite raporunun incelendikten sonra girişimcinin ilgili üretim ve teknoloji faaliyetini gerçekleştirmesinin mümkün olmadığı sonucuna varılması durumlarında bilgi formunun onaylanması, platformun ve yatırım komitesinin sorumluluğunu gündeme getirir⁴⁰⁸.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü açısından platformlara yüklenen yükümlülüklerin ihlalleri halinde platformun yönetim kurulu üyeleri ve yatırım komitesi üyeleri sorumlu olacaktır. Doktrinde, yatırım komitesinin mahiyetinin TTK m. 366(2)'de düzenlenen komitelerden farklı olduğunu, zira yatırım komitesine münferit bir iş değil de Tebliğ m. 29'de yönetim kurulunun sorumluluğuna ilişkin bir işlevin tamamının özgülendiğini savunan bir görüş bulunmaktadır⁴⁰⁹. Dolayısıyla burada TTK m. 367'deki gibi bir yetki devri söz konusudur. Zira platformun yönetim kurulu yatırım komitesine atfedilen işlemlere ilişkin yetki devri yapmıştır. Bu durumda TTK m. 375(1)(e)'ye göre yönetim kurulunun yatırım komitesinin görevleri açısından üst gözetim görevi devam edeceğinden Tebliğ'in platform yönetim kurulunun sorumluluğna ilişkin düzenlemesi isabetlidir⁴¹⁰. Bu durumda Tebliğ m. 29 hükmü hem kamuyu aydınlatma hem de Tebliğe uyumluluk açısından kendilerine atfedilen işlemlere ilişkin platform yönetim kurulunu ve yatırım komitesini sorumlu tutmuştur.

III. YATIRIMCI-GİRİŞİMCİ/GİRİŞİMCİ ŞİRKET İLİŞKİSİ

A. Yatırımcı ve Girişimci/Girişimci Şirket Arasındaki Hukuki İlişkinin

Tespiti

⁴⁰⁸ Korkmaz, s.128.

⁴⁰⁹ Pehlivanoglu, M. C.: *Kitle Fonlamsı Platformunun Bilgi Formundan Doğan Sorumluluğu*, İzmir Barosu Dergisi, 2020, s. 209-210.

⁴¹⁰ Pehlivanoglu, s.210.

Kitle fonlaması sürecinde yatırımcı ve girişimci arasındaki bağı tespit etmek için öncelikle tarafların neleri taahhüt ettiğini, amaçlarını belirlemek gerekir. Bu itibarla girişimcinin amacı fon aramaktır. Yatırımcının aktaracağı fon karşılığında girişimci, sermaye artırımını yaparak pay verir ya da borçlanma aracı çıkarır. Toplanan fonların girişimciye aktarılmasından önce şirket kurulmamış ise şirketin kurulum işlemleri gerçekleştirilir. Platform, yatırımcı ve girişimcinin kendi aralarındaki ilişkilerde birbirinin doğrudan temsilcisi konumundadır; zira aradaki hukuki ilişki platform vasıtasıyla kurulmaktadır⁴¹¹.

Öte yandan, girişimcinin çıkaracağı sermaye piyasası araçlarını yatırımcıya satması, SPKn m. 3(1)(ğ)’de düzenlenen “*ihraç*”⁴¹² kavramının kapsamına girer. Sermaye piyasası aracının ihracı satım ilişkisine benzemektedir⁴¹³. Bu bağlamda kitle fonlamasında girişimci ile yatırımcı arasındaki sözleşmenin tipi “satışa” uymaktadır⁴¹⁴. Satış sözleşmesi TBK m. 207’de düzenlenmiştir ve mezkûr hükme göre satış sözleşmesi : “*satıcının, satılanın zilyetlik ve mülkiyetini alıcıya devretme, alıcının ise buna karşılık bir bedel ödeme borcunu üstlendiği sözleşme*” olarak tanımlanmıştır. Satış sözleşmesinde para karşılığında bir malı değiştirme amacı güdülür. Bu ilişkinin

⁴¹¹ Baytemür, s. 628; Kocayusufpaşaoğlu, N. / Hatemi, H. / Serozan, R. / Arpacı, A.: Borçlar Hukuku Genel Bölüm, Cilt I, 7. Baskı, İstanbul 2017, s.632-633.

⁴¹² RG. 28.06.2013, S. 28691. İhraç kavramı SPKn’da “*Sermaye piyasası araçlarının ihraççıları tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satış*” olarak tanımlanmıştır. Tebliğ m. 15’te tanımlanan talep toplamaksızın satış yöntemi paya dayalı kitle fonlaması modeline benzemektedir. Tebliğ’in 15. maddesi şu şekilde düzenlenmiştir:

MADDE 15 – (1) Talep toplamaksızın satış yöntemi, payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklardan, bu Tebliğ’in 17 nci maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan nitelikleri belirlenmiş ortaklıklar dışında kalanların paylarının kendileri ya da yetkili kuruluşlar vasıtasıyla belirli bir fiyattan izahnamede belirlenecek bir usulle halka arz edilmek suretiyle satışdır. Talep toplanmaksızın satış yönteminde yatırımcılar arasında eşitsizliğe yol açmayacak bir usulün belirlenmesi zorunludur.(2) Talep toplanmaksızın satış yönteminin kullanılması halinde, yatırımcılar tasarruf sahiplerine satış duyurusunda belirtilen süre içinde pay bedellerinin izahnamede belirtilen bankada açılan özel hesaba aktarılması suretiyle sermaye artırımına katılırlar.

⁴¹³ Adıgüzel, B. : Sermaye Piyasası Hukuku, 3. Baskı, Ankara 2019; Manavgat (Halka Arz), s. 598.

⁴¹⁴ Gözüyeşil, s.255

özellikleri rızai olması, borç doğuran bir sözleşme olması, karşılıklı olması ve geçirim (temlik) borcu doğurmasıdır⁴¹⁵. Diğer taraftan satış sözleşmesi, ani edimli ve sebebe bağlı (illî) bir sözleşmedir⁴¹⁶.

Satış sözleşmesinin kurulmasının temel amacı satıcının maliki olduğu bir eşyayı ya da hakkı alıcıya bir semen karşılığında devretmesidir. Dolayısıyla burada bir devren iktisap işlemi söz konusudur. Ancak paya dayalı kitle fonlamasında gerçekleştirilecek sermaye artırımını sonucunda edinilen paylar aslen iktisap edilir⁴¹⁷. Bu durumda satış sözleşmesinin temel amacında eksiklik bulunacağından, söz konusu ilişkiyi mülkiyeti devir borcu doğurmayan *sui generis* sözleşme olarak nitelendirmek gerekir⁴¹⁸. Bu durumda yatırımcı ve girişimci arasındaki ilişkiye TBK'nın genel hükümleri doğrudan, satış sözleşmesine ilişkin hükümleri ise uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulanır.

Borçlanmaya dayalı modelin benimsenmesi durumunda ise yatırımcı bir miktar fonu girişimciye aktarır ve bu miktar faiziyle vadesinde geri verilir. Hukuki ilişkinin unsurları göz önüne alındığında buradaki ilişkinin tüketim ödöncü sözleşmesine benzediği ileri sürülebilir. Ancak uygulanacak hükümleri belirlemeden önce aradaki ilişkinin amacını belirlemek gerekir. Borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında, tüketim ödöncü sözleşmesinde olduğu gibi amaç, ödöncü alana sermaye sağlamaktır⁴¹⁹. Unsurlar açısından değerlendirildiğinde, tüketim ödöncü sözleşmesinin konusu bir miktar para olabilir. Sözleşmeye göre paranın mülkiyetinin

⁴¹⁵ Yavuz, s.26.

⁴¹⁶ Eren, s. 25-30.

⁴¹⁷ Poroy, R./Tekinalp, Ü/ Çamoğlu, E. (Ortaklıklar Hukuku), N. 827; Bahtiyar, s. 284; Çonkar, s.14.

⁴¹⁸ Korkmaz, s. 130.

⁴¹⁹ Akgün, A.: Mevduat Sözleşmeleri, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2018, s.62.

karşı tarafa geçmesi ve paranın vadesinde mislen karşı tarafa verilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda amaç ve unsurlar da örtüştüğünden mezkûr ilişkiye TBK tüketim ödöncü hükümlerinin doğrudan uygulanması gerekir.

B. Bilgi Formunun Hukuki Niteliğı

Girişimci ile yatırımcı arasındaki sözleşmenin kurulma anının tespit edilmesine adına, bilgi formunun niteliğinin belirlenmesi gerekir. Aralarındaki benzerlik ve tanzim edilme amaçları göz önüne alındığında, bilgi formunun niteliğini belirlerken izahnamenin hukuki niteliğı kıstas alınmalıdır. Doktrinde izahnamenin hukuki niteliğine ilişkin icap ya da icaba davet olduğuna dair iki görüş bulunmaktadır⁴²⁰. İzahnamenin icap niteliğinde olduğunu savunan görüş, ilgili belge üzerinde icapta bulunması gereken tüm unsurların var olduğunu ve bu görüşün benimsenmesinin sermaye piyasası hukukunun temel amaçlarına hizmet ettiğini ortaya koymuştur^{421 422}. İzahnamenin icap niteliğini haiz olması durumunda yatırımcının alım talebi kabul niteliğinde olacak ve ihraççılar yatırımcıların alım talebini reddemeyeceklerdir⁴²³.

⁴²⁰ Bu tartışmalara ilişkin argümanları ortaya koymadan önce icap ve icaba daveti iyi kavramak gerekmektedir. Bu itibarla Kocayusufpaşaoğlu'na göre icap öyle bir irade beyanıdır ki, bununla bir kimse diğer tarafa (bir başka deyimle, belirli bir kişiye) veya umuma (herkese) karşı, sözleşmenin kurulması bundan böyle sadece karşı tarafın kabulüne bağlı olmak üzere, bir sözleşme yapma teklifinde bulunur ve karşı tarafın olumlu cevabı ise "kabul" dır. Bir irade beyanının icap niteliğini haiz olması için; (i) icabın kurulması arzu edilen sözleşmeye ilişkin bütün esaslı unsurları içermesi, yani sözleşmenin kurulmasını sağlayabilecek olgunlukta olması gerekmektedir, (ii) teklifte bulunan tarafın, sözleşmenin kurulmasına ilişkin olarak kendisi açısından son sözü söylemiş, yani karşı tarafın kabulü ile sözleşmenin kurulmasını göze almış olmasıdır. Bu itibarla bir irade beyanının icap mı icaba davet mi olduğunu ayırt etmek önemlidir. Şayet, irade beyanı sadece bir müzakereye girişmek amacını açıklıyorsa, bu irade beyanı bir icap değil icaba davettir. Kocayusufpaşaoğlu, N./ Hatemi, H./Serozan, R./Arpacı, A., s.179; Oğuzman, K./ Öz, T.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt I, 11. Baskı, İstanbul 2013, s. 52.

⁴²¹ Somer, M.: Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanunu'nun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri, İstanbul 1990, s.95.; Manavgat (Halka Arz), s.600.

⁴²² Arı, Z.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sivas 1996, s.57.

⁴²³ Çatakoğlu, B.: *Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliğı ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk*, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2017, C. 6, S.2, s.120.

Doktrinde izahnamenin icaba davet olduğunu ileri sürenler de bulunmaktadır⁴²⁴. Bu görüşe göre izahnamenin icap niteliğinde olduğu kabul edilmesi durumunda alım talebinin, yani kabulün, satışa sunulan sermaye piyasası aracından fazla olması halinde, ihraççının hangi gerekçeyle söz konusu alım taleplerini reddedeceğini açıklamak mümkün olmayacaktır⁴²⁵. Ancak talebin sermaye piyasası aracından fazla olması durumu, fiyat ve miktar gibi sözleşmenin esaslı unsurlarını kamuya açıklamış olan satıcının iradesinin icap olma özelliğini ortadan kaldırmaz⁴²⁶.

İzahnamenin icap ya da icaba davet niteliklerinden hangisini haiz olduğunu belirlerken sermaye piyasası hukukunun dayanakları göz önünde bulundurulmadan önce ihraççının ve girişimcinin irade beyanları irdelenmelidir. Gerek bilgi formunda gerek izahnamede hukuki işleme dair esaslı unsurların tamamı bulunmaktadır. Dolayısıyla bilgi formu TBK m. 8(2)'e göre herkese açık icap niteliğindedir. Diğer taraftan kitle fonlaması normlarının koruma amacı⁴²⁷ sermaye şirketlerine yatırımın özendirilmesi ve şirketlerin mülkiyetlerinin tabana yayılmasıdır. Dolayısıyla, izahnamenin icaba davet olarak kabul edilmesi bu amaçların gerçekleştirilmesini zorlaştırmaktadır. Sonuç olarak bilgi formunun hukuki niteliği icap olarak değerlendirilmelidir.

Son olarak girişim şirketinin kampanya sürecindeki yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi durumunda yatırımcının hangi hukuki dayanağa göre tazminat talebinde

⁴²⁴ Arslanlı, H.: Anonim Şirketler Umumi Hükümler, C.I, 3. Baskı, İstanbul 1960, s.54; Ansay, T.: Anonim Şirketler Hukuku, 6. Baskı, Ankara 1982, s.67; İmregün, O.: Anonim Ortaklıklar, 4. Baskı, İstanbul 1989, s.72; Tekil, F.: Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul 1998, s.129.

⁴²⁵ Ayoğlu (Halka Arz), s.73; Mutlu Uşaklı, S: Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2020, s.25.

⁴²⁶ Manavgat (Halka Arz), s.600.

⁴²⁷ Abik, Y.: *Normun Koruma Amacı Teorisi*, AÜHFD 2010, C. 59, S.3, s.346. Normun koruma amacı teorisi, kanun koyucunun ilgili normu kabul ederken hangi amaçları güttüğünü ve sorunun temelinde yatan değerler çatışmasını nasıl çözdüğünü belirlenmesini sağlar.

bulunacağı tespit edilecektir. Girişimcinin kampanya sürecinde kendisine yükletilen görevleri yerine getirmemesi halinde yatırımcı ile olan sözleşme kurulmuş olacağından TBK m. 112 ve devamında düzenlenen borçların ifa edilmemesi hükümleri uygulama alanı bulacaktır. Girişimcinin Tebliğ m. 17(9) hükmü kapsamındaki yükümlülüklerini yerine getirmemesi, sözleşmeye aykırılığı ve borcun gereği gib ifa edilmediğini gösterir. Bu durumda kampanya süreci sözleşmeye aykırılıktan sonra sona ereceğinden ifa imkânsız hale gelir. İmkânsızlık sözleşmenin kurulmasından sonra ortaya çıktığından bu ilişkiye sonraki imkânsızlığın bağlandığı sonuçlar uygulanır⁴²⁸. Bu durumda alacaklı olan yatırımcı, borcun ifa edilmemesinden doğan zararının tazminini isteyecektir⁴²⁹. Girişimci kusurlu davranışı nedeniyle sözleşmeyi ihlal etmiştir ve yatırımcının burada menfi ya da müspet zararını talep etme yetkisi bulunmaktadır. Likit olmayan piyasada müspet zararın ispatı kolay olmayacağından menfi zararın talep edilmesi daha uygun olacaktır. Bu durumda yatırımcı, yatırımı yaparken katlandığı işlem maliyetini, fonun nemalandırılmaması durumunda nemalandırılsaydı elde edeceği faiz gelirini menfi zarar olarak girişimciden talep edebilir⁴³⁰.

C. Girişim Şirketinin Bilgi Formundan Doğan Sorumluluğu

Bilgi formu, girişimci tarafından düzenlenir. Bu belge, yatırım komitesi tarafından uygun bulunduktan sonra platformun web sitesinde yayımlanır. Ancak belirtmek gerekir ki yatırım komitesinin yanında platformun yönetim kurulu da

⁴²⁸ Serozan, R./ Kocayusufpaşaoğlu, N. / Hatemi, H. / Arpacı, A.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme, Cilt III, 7. Baskı, İstanbul 2016, s. 133.

⁴²⁹ Tekinay, S. S.: Borçlar Hukuku, İstanbul 1971, s.562.

⁴³⁰ Korkmaz, s. 133.

girişimcinin başvurusunu reddedebilir. Dolayısıyla bilgi formunun yatırımcıya ulaşması için iki farklı tarafın onay vermesi gerekmedir.

Tebliğ m. 28(2) hükmü bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan kimlerin sorumlu olacağını düzenlemiştir. Hükme göre bilgi formundan doğan zararlardan formu imzalayan kişiler müteselsilen sorumlu olurlar. Aynı ifade SPKn m. 35/A(6)'da da yer alır. Bilgi formu Tebliğ m. 11(10) hükmüne göre gerçek kişi girişimci, tüzel kişi girişimcinin veya girişim şirketinin yetkilileri ve platformun yatırım komitesi üyeleri tarafından imzalanır. Diğer taraftan Kurulun yayımladığı örnek bilgi formunun imza kısmında girişimci/girişim şirketi ve yatırım komitesi üyeleri için imza bölümleri bulunmaktadır. Bu durumda bilgi formundan doğan zararlardan girişimci/girişim şirketi ile yatırım komitesi üyeleri müteselsil sorumlu olurlar. Ancak sorumluluğun kusura dayalı olup olmadığına ortaya koyarken kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumlulukları düzenleyen hükümlerden hangisinin kıstas alınacağını belirlemek gerekir.

Doktrinde bir görüş, bu belirlemeyi yaparken SPKn m. 10 ile 32'nin uygulanamayacağını ileri sürmüřtür⁴³¹. Bu görüşün temeli, girişimcinin ihraççı olamamasına dayanır^{432 433}. Ancak izahname dışındaki kamuyu aydınlatma

⁴³¹ Pehlivanoğlu, s.209.

⁴³² SPKn m. 10'a göre izahnameden doğan hukuki sorumluluk asli olarak ve öncelikle ihraççıya atfedilmiş, ancak zararın ihraççıdan tazmin edilemeyeceği durumlarda halka arz edenler, lider ara kurum, garantör ve yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunun gündeme geleceği hükme bağlanmıştır. Hükme ilişkin detaylı bilgi için bkz. Çetin, N./ Töremiş, H. E. / Cantimur, Z.: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematiik Analizi, Ankara 2014, s.40.; Ayoğlu, T.: İzâhnameden Doğan Sorumluluk, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul 2009 (İzahname), s.642.

⁴³³ Pehlivanoğlu, s.211; Meral, N.: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2020, s.376. Yazara göre kitle fonlaması platformları aracılığıyla fonlanan girişim şirketlerinin SPKn m. 16(1) uyarınca halka açık şirket statüsünü haiz olamaması, bilgi formunun niteliği itibarıyla kamuyu aydınlatma belgesi olarak değerlendirilse dahi kitle fonlamasını düzenleyen SPKn m. 35/A (6) hükmünde açık bir yollama

belgelerine SPKn m. 32'in uygulandığı göz önünde bulundurulmalıdır⁴³⁴. Bu hükmün uygulanması için atfa gerek yoktur. Zira hüküm sınırlayıcı nitelikte olmadığı gibi genel yatırımcı kitlesini koruma amacını haizdir. Dolayısıyla bilgi formundan doğan sorumluluğun şeklini belirlerken mezkûr madde dikkate alınmalıdır. SPKn m. 32 genel yatırımcı kitlesini koruma amacını taşıdığından bilgi formundan doğan sorumlulukta da bu hüküm dikkate alınmalıdır. Diğer taraftan SPKn m. 32 hükmünün lafzı da bilgi formunu düzenleyen hükme benzemektir. Her iki düzenlemede belgeye imza atan kişiler müteselsilen sorumlu tutulmuştur.

Doktrindeki bir diğer görüş ise bilgi formundan kaynaklanan sorumluluğunun niteliğini belirlerken TTK m. 549 hükmünün kıstas alınması gerektiğini savunmuştur⁴³⁵. Hükümde belirtilen menkul kıymelerin çıkarılmasına ilişkin bir belge olan bilgi formunun TTK m. 549'da belirtilen “*menkul kıymet çıkarma gibi işlemlerle ilgili belgelerden*” sayılması gerektiği ileri sürülmüştür. Bu görüşe göre girişimci bilgi formundan “düzenleyenler” olarak sorumlu olacaktır. Hüküm gerekçesine bakıldığında, Yeni TTK ile gelen 549 hükmü, bir taraftan mülga TTK m. 305 bir taraftan da İsviçre Borçlar Kanunu m. 752'den esinlenerek hazırlanmıştır. İsvBK m. 752 esasen izahnameden doğan sorumluluğu düzenler⁴³⁶. Bu görüşe göre hükümde belgelere ve beyanlara katılanların sorumluluk rejimi “kusur”a dayalıdır ve bu hükümden yapılan çıkarımla bizatihi belgeleri düzenleyen veya beyanda bulunanlar

bulunmaması SPKn'nın kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğa ilişkin hükümlerinin (SPKn m.32) de bilgi formu için uygulanmamasına neden olur.

⁴³⁴ Meral, s.376.

⁴³⁵ Korkmaz, s. 137-143.

⁴³⁶ Kendigelen, A. :Gerekçeli-Karşılaştırmalı Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Türk Ticaret Kanununun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun, İstanbul 2011 (Kanun), s.659-660.

açısından “kusursuz” sorumluluk esasının benimsendiği sonucuna varılması gerekmektedir⁴³⁷.

Yukarıda da belirtildiği üzere bilgi formundan doğan sorumlulukta SPKn m. 32 hükmü kıstas alınmalıdır. Mezkûr maddeye göre kamuyu aydınlatma belgesine imza atan kişiler müteselsilen sorumlu olur. Bu sorumluluk kusura dayanır⁴³⁸. SPKn m. 32(3)’e göre belgeye imza atanlar, zarara neden olan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilginin kendileri tarafından bilinmemesi ve bilgisizliğin kast veya ağır ihmallerinden kaynaklanmadıklarını ispat etmeleri durumunda sorumluluktan kurtulurlar. Yatırımcı ile daha önceden yapılan sözleşmede konulan sorumluluktan beraat klostarı geçersizdir. Diğer taraftan SPKn m. 32’ye göre yatırımcının zararı, hukuka aykırı bilgilendirmeden etkilenen fiyattan yapılan işlemle, doğru bilginin ortaya çıkmasından hemen sonra yapılan işlem arasındaki fark olarak belirlenmiştir⁴³⁹. Ancak kitle fonlamasında en azından başlangıçta bir ikincil piyasa olmayacağından zarar SPKn m. 32’ye göre belirlenemez. Bu durumda zarar belirlenirken, hukuka aykırı bilgiye dayanarak alınmış olunan yatırım kararının yatırımcının malvarlığında azalmaya neden olan kısmı esas alınmalıdır⁴⁴⁰.

⁴³⁷ Kendigelen, A: Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 3. Baskı, İstanbul 2016 (İlk Tespitler), s.454.; Çamurcu, E.: Anonim Ortaklıklarda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi Uyarınca Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluklarının Belirlenmesi, İstanbul 2015, s.84.

⁴³⁸ Manavgat (Halka Arz), s.232.

⁴³⁹ Manavgat (Halka Arz), s. 254. Zarara ilişkin detaylı bilgi için bkz. Tekinay, s.385 vd.; Oğuzman, K. / Öz, T.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt II, 11. Baskı, İstanbul 2014, s.38 vd.

⁴⁴⁰ Korkmaz, s. 139.

SONUÇ

Çalışmada ABD, AB ve Türk hukukundaki kitle fonlaması düzenlemeleri karşılaştırılarak değerlendirildikten sonra kitle fonlamasının taraflarını oluşturan platform, girişimci ve yatırımcı arasındaki ilişkinin hukuki niteliği tespit edilmiştir.

Kitle fonlaması kavramı değerlendirilirken özellikle girişimci ve yatırımcının menfaatleri belirlenmeye çalışılmıştır. Değerlendirme sonucunda kitle fonlamasının girişimcinin düşük işlem, kayıt ve raporlama maliyetleriyle yenilikçi iş fikirlerini hayata geçirebilecek bir iş modeli olduğu sonucuna varılmıştır. Yatırımcı açısından ise halka arzdan farklı olarak düşük yatırımlarla yüksek kazanç elde edilmesi fırsatı elde ettiğini ancak bu fırsatın daha riskli olduğu ortaya konulmuştur. Öte yandan girişimciler, kitle fonlaması platformları vasıtasıyla geniş bir kitleye hitap ettikleri için yatırımcının korunması adına konunun sermaye piyasası hukuku açısından analiz edilmesi gerekmiştir. Ancak tüm kitle fonlaması modellerinde sermaye piyasası aracı kullanılmamaktadır. Dolayısıyla sadece yatırım kararı verilen borçlanma ve paya dayalı modellerde sermaye piyasası hukuku devreye girmelidir. Diğer taraftan, her iş modeli düzenleme konusu yapılmamıştır. Ancak istatistiksel veriler çevrimiçi kitle fonlaması pazarının zamanla genişlemesi ve derinleşmesi nedeniyle bilhassa yatırımcının korunması için yasal düzenleme yapılması gerektiğini ortaya koymuştur. Kitle fonlamasında temel amaçlardan biri de girişimcinin yüksek maliyetlere katlanmadan nakde ulaşmasını sağlamaktır. Bu durumda özel bir düzenlemenin yapılmaması girişimcilere halka arza ilişkin hükümlerin uygulanması ve girişimcilerin büyük maliyetlere katlanmasına neden olacaktır. Dolayısıyla genel hükümler kitle fonlaması için yetersiz kalacağından özel olarak düzenlenmelidir. Bu bölüme ilişkin son olarak diğer erken aşama finansman yöntemleri olan melek yatırımcılar ve girişim

sermayesi ele alınmıştır. İlgili finansman yöntemlerinde kitle fonlamasından farklı olarak nispeten olgunlaşmış projelere yatırım yapıldığı, girişim sermayesinin ve melek yatırımcının şirket yönetiminde aktif rol aldığı, yalnızca belirli coğrafyada bulunan girişimciye nakit aktarıldığı vurgulanmıştır.

İkinci bölümde yabancı hukukların düzenlemelerine değinildiğinden ABD ve AB hukuku kurallarının hedefleri gözetilmiştir. ABD ve AB hukuku düzenlemeleri Türk hukuku düzenlemelerine ışık tuttuğu için incelenmiştir. ABD hukukunda girişimciler, kitle fonlaması düzenlemeleri olan JOBS Act ve RC vasıtasıyla halka arzda katlanılan yükümlülüklerden muaf tutulmuştur. Ancak belirtmek gerekir ki kitle fonlaması vasıtasıyla fon toplayan girişimciler belirli şartların oluşması durumunda SA ile SEA kapsamındaki yükümlülüklere tâbi olabilecektir. Öte yandan ABD hukukunda zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve dolandırıcılığa karşı önlemler çok detaylı bir şekilde ele alınmıştır. Dolayısıyla ilgili düzenlemelerin yatırımcı kitlesinin sınırlandırılması amacıyla yapıldığı sonucuna varılmıştır. Diğer taraftan yatırımcının korunması adına yatırımcı için yatırım sınırları ve pay devri kısıtlaması düzenlenmiş; girişimci için toplanacak azami fon sınırı belirlenmiştir. AB ise kitle fonlaması işlemlerini düzenlerken acele etmemiştir. Bu bağlamda piyasayı izleyerek bazı raporlar yayımlamıştır. Sonuç olarak ülkesel nitelikteki düzenlemelerin AB açısından entegrasyonunu zorlaştıracığından Birlik düzeyinde bir Tüzüğün çıkarılmasına karar verilmiştir. Avrupa komisyonu tarafından düzenlenen Tüzük, kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları üzerine yoğunlaşmıştır. Tüzük hangi sermaye piyasası araçlarının kitle fonlaması platformları vasıtasıyla satılacağına dair sorunu Mifid II yönergesine yapılan atıfla çözmüştür. Buna göre devredilebilir sermaye piyasası araçlarının kitle fonlamasına konu olacağı hükme alınmıştır. Diğer taraftan Tüzük'te

paya dayalı modelin dışında borçlanmaya dayalı modelin de benimsenebileceği ortaya konulmuştur. Tüzük'te girişimcinin toplayabileceği azami fon miktarı İzahname Tüzüğü ile uyumlaştırılmıştır. ABD ve Türk hukukunun tersine Tüzüğe göre yatırımcının kendisine yapılan testi geçmese dahi yatırım yapabileceği ortaya konulmuştur. Bu durumda AB hukukunda Türk ve ABD hukukunun aksine yatırımcının korunması menfaatinin göz ardı edildiği belirtilmiştir.

Türk hukukunda kitle fonlaması, 2020 yılındaki değişikliklerden önce, ABD ve AB hukukunun aksine “para toplamak” fiili ekseninde düzenlenmiştir. Bu itibarla hangi kitle fonlaması modellerinin benimsendiği ya da satılan finansman araçlarının sermaye piyasası araçlarına dayanıp dayanmadığına dair düzenleme yapılmamıştır. Daha sonra kanunda yapılan değişiklik ile kitle fonlamasında borçlanma ve ortaklığa dayalı modelin benimsenebileceği ortaya konulmuştur. Bu sorun ABD hukukunda söz konusu değildir. Zira bir yatırım *Howey* testi kapsamında yatırım sözleşmesi olarak nitelendirilirse yatırımcı sermaye piyasası hukukunun korumasından faydalanacaktır. Bu durum girişimcinin farklı iş modelleri geliştirmesine izin verecektir. Kanun açısından bahsedilmesi gereken bir diğer husus ise kitle fonlamasının halka arz kapsamından çıkarılmasıdır. Ülkemizde ABD ve AB hukukunun aksine kitle fonlaması düzenlemeleri sermaye piyasası aracı satışıyla bağlantılı olarak düzenlenmemiştir. Diğer taraftan kitle fonlaması tarafları arasındaki ilişkiye genel hükümlerin uygulanacağı hükme alınmıştır. Kanun koyucunun bu tercihi yatırımcının korunması menfaatini bir kenara bıraktığı için uygun bulunmamıştır.

Tebliğ 2021 yılında yürürlüğe girmiştir. Tebliğ'de girişimcilere paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modelleri vasıtasıyla nakit toplama imkânı

verilmiştir. Tebliğ çoğunlukla kitle fonlaması platformlarına ilişkin düzenlemeler ihtiva etmektedir. Platformların kuruluşu, listeye alınışı, ortaklık yapısı, yöneticileri ve yatırım komitesi detaylı bir şekilde düzenlenmiştir. İlgili düzenlemeler platformların bazı yükümlülüklerle katlanması gerektiğini ortaya koymuştur. İlgili yükümlülüklerin girişimciler açısından maliyeti artırdığını; ancak yatırımcılar açısından rasyonel kararlar verilmesine yardımcı olduğu değerlendirilmiştir. Diğer taraftan Tebliğ’de emanet yetkilisine, fonların yatırımcıdan güvenli bir şekilde toplanması, saklanması ve girişimciye aktarılması görevleri yükletilmiştir. Buna ek olarak Tebliğ, girişimciye aktarılan fonların kampanya sayfasında belirtilen amaçlar doğrultusunda harcanıp harcanmadığına dair özel amaçlı bağımsız denetimin yapılmasını emretmiştir. Bu düzenlemelerin yatırımcıların kitle fonlamasına daha fazla güven duymasına ve etkin bir şekilde korunmasına fayda sağladığı ortaya konulmuştur. Dolayısıyla emanet yetkilisi ve özel amaçlı bağımsız denetim hükümlerinin Tebliğ açısından özel bir önemi haiz olduğu değerlendirilmiştir.

Son bölümde, kitle fonlaması tarafları arasında çıkabilecek uyuşmazlıklara hangi kuralların uygulanacağını tespit etmek amacıyla taraflar arasındaki ilişkinin hukuki niteliği belirlenmeye çalışılmıştır. İlk olarak girişimci ile platform arasındaki ilişkinin bütünlük teorisi de dikkate alınarak *sui generis* iş görme sözleşmesi olduğu sonucu çıkarılmıştır. Bu yargıya ulaşırken vekâlet sözleşmesinin unsurlarından önce tarafların sözleşme yapma amaçları ele alınmıştır. Diğer taraftan yatırımcı ile platform arasındaki ilişkiye vekâlet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması gerektiği ortaya konulmuştur. Yatırımcı ile girişimci arasında *sui generis* ilişki olduğu savunulmuştur. İlgili nitelemeye dayanak olarak söz konusu ilişkide satış sözleşmesinin amacını ortaya koyan mülkiyetin devri unsurun var olmadığı gösterilmiştir.

KAYNAKÇA

Abik, Y.: *Normun Koruma Amacı Teorisi*, AÜHFD 2010, C. 59, S.3, s.345-448.

Adıgüzel, B.: *Sermaye Piyasası Hukuku*, 3. Baskı, Ankara 2019.

Akdağ Güney, N.: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulu, İstanbul 2012.

Akbulak, Y.: *Paya Dayalı Kitle Fonlamasının Temelleri*, Leges Hukuk Dergisi 2019, Prof. Dr. Saim Üstündağ'a Vefa Andacı, Yıl:10, Sayı: Özel Sayı, s.55-85.

Akgün, A.: *Mevduat Sözleşmeleri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2018.

Aktaş, M. M.: *Seri I No:36 sayılı Tebliğ ve Türk Hukukundaki İlk Uygulaması Beraberinde Oydan Yoksun Paylar*, Batider 2010, C. 26, S. 2, s.75-142.

Anand, A.: *Is Crowdfunding Bad For Investors?*, Can. Bus. L. J. 2015, V.55, N.2, s.215-230.

Ansay, T.: *Anonim Şirketler Hukuku*, 6. Baskı, Ankara 1982.

Ardıyok, Ş.: *Regülasyon Hukuku*, İstanbul 2019.

Arı, Z.: *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sivas 1996.

Arıcı, F.: *Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi*, İstanbul 2019.

Armour J./ Enriques L.: *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, ECGI 2017 (*Promise and Peril*), s.1-52.

Arsılanlı, H.: *Anonim Şirketler Umumi Hükümler*, C.I, 3. Baskı, İstanbul 1960.

Atamer, Y. M.: Haksız Fiillerden Doğan Sorumluluğun Sınırlandırılması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 1993.

Aydoğan Çete, T.: Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2021.

Aydoğan, G.: *Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhracı*, Batider 2017, C.33, S.4, s. 231-267.

Ayoğlu, T.: İzahnameden Doğan Sorumluluk, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul 2009 (İzahname).

Ayoğlu, T.: Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2006 (Halka Arz).

Bahtiyar, M.: Ortaklıklar Hukuku, 14. Baskı, İstanbul 2020.

Barr, S. M.: *Microfinance And Financial Development*, Mich. J. Int. Law 2004, V.26, N.1, s.271-296.

Baytemür, D.: *Kitle Fonlaması Kavramı ve Hukuki Altyapısı*, BFHD 2019, C.8, S.31, s.595-634.

Beauileu, T. / Sarker, S. / Saonee, S.: *A Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding*, CAIS 2015, V. 37, s.1-31.

Belleflamme P. / Lambert, T. / Schwenbacher, A.: *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, Journal of Business Venturing 2014, C.29, S. 5, s 1-45.

Belleflamme, P. /Omrani, N. /Peitz, M.: *The Economics of Crowdfunding Platforms*, Center for Operations Research and Econometrics 2015, V.15, s. 1-58.

Black's Law Dictionary, Deluxe Tenth Edition, s. 459.

Berzek, A. N.: Sermaye Piyasasında Aracılık, Reha Poroy'a Armağan, İstanbul 1995.

Black, B. S.: *Information Asymmetry, The Internet and Securities Offerings*, Journal of Small and Emerging Bus. L. 1998, Vol. 2, s.1-13.

Bowman, B.: *A Comparative Analysis of Crowdfunding Regulation in the United States and Italy*, Wis. Int. L. J. 2015, V.33, N.2, s.319-352.

Bradford, S. C.: *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, Col. Bus. L.R. 2012, V.1 (*Crowdfunding Regulation*), s. 1-150.

Bradford, S. C.: *Shooting The Messenger: The Liability Of Crowdfunding Intermediaries For The Fraud Of Others*, Un. of Cin. L. R. 2014, V.83 (*Liability*), s. 371-412.

Bradford, S. C.: *Securities Regulation and Small Business: Rule 504 and The Case For An Unconditional Exemption*, The Journal of Small & Emerging Business Law 2001, V.5, I.1 (*Small Business*) s.1-47.

Brealey, R. A. / Myers, S. C. / Marcus, A. J.: *Fundamentals of Corporate Finance*, 8. Edition, New York 2015.

Bilgiç, H.: *Anonim Şirketlerde Oy Hakkında İmtiyaz*, Ankara 2017.

Bozkurt, T.: *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması, Die Vinkulierung*, İstanbul 2016.

Campbell, B. R.: *The Role of Blue Sky Laws After NSMIA and The JOBS Act*, Duke L. J. 2016, V.66, s.605-631.

Cao, L.: *Rethinking Microfinance*, Un. Of Penn. Jour. Of Int. Law 2012, V.33, N.4, s.971-996.

Cohn, S. R.: *The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution*, Florida L. R. 2012, V.64, s.1434-1445.

Cohn, S. R. / Yadley, G. C.: *Capital Offense: The SEC's Continuing Failure to Address Small Business Financing Concerns*, N.Y.U. Law and Bus. 2011, V.4 N.1, s.1-87.

Colangelo, A. J.: *What Is Extraterritorial Jurisdiction*, Cornell Law Review 2014, V. 99, I. 6, s.1303-1352.

Conkar, K.: Risk Sermayesi Finansman Yöntemi, İstanbul 2007.

Çamurcu, E.: Anonim Ortaklıklarda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi Uyarınca Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluklarının Belirlenmesi, İstanbul 2015.

Çatakoğlu, B.: *Halka Arzda İzâhnamenin Hukuki Niteliği ve İzâhnameden Doğan Hukuki Sorumluluk*, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2017, C. 6, S.2, s.118-132.

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

Çonkar, M. H.: Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sifatının İspatlanması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008.

Çonkar, M. K. / Canbaz, M. F.: *Kitle Fonlaması Finansman Yöntemi: Türkiye'de Sistemin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, Optim. Ekon. Yön. Bil. Der. 2018, C.5, S.2, s.119-132.

De Buysere, K. / Gajda, O. / Kleverlaan, R. / Marom, D.: *A Framework For European Crowdfunding*, 2012 (www.crowdfundingframework.eu) (Son Erişim Tarihi: 02.03.2021).

Dibadj, R.: *Crowdfunding Delusions*, Hastings Business Law Review 2015, V.12, I.1, s.15-50.

Dorff, M. B.: *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, The Journal of Corporation Law 2014, V.39, I.3, s. 1-34.

Düden, S.: Anonim şirketlerde Dış Kaynaklardan Sermaye Artırımı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2021.

Ekici, ř.: Escrow Sözleşmeleri, İstanbul 2019.

Engin Günay, G.: Anonim Ortaklık Hukuku'nda Özel Denetim, İstanbul 2018.

Enriques, L. / Ringe W. G.: *Bank-Fintech Partnerships, Outsourcing Arrangements and the Case for a Mentorship Regime*, ECGI Working Series In Law 2020, s.1-35.

Eren, F.: Borçlar Hukuku Özel hükümler, 2. Baskı, Ankara 2015.

Esin, İ. G.: Birleşmeler ve Devralmalar, 3. Baskı, İstanbul 2021.

Estevan De Quesada C.: *Crowdfunding In Europe European Contract Law in the Digital Age*, Intersentia 2018, s.103-134.

Fish, J. E.: *Can Internet Offerings Bridge the Small Business Capital Barrier?*, Penn Law: Legal Scholarship Repository 1998, V.2, I.1, s.57-90.

Gabison, G. A.: *Equity Crowdfunding: All Regulated But Not Equal*, DePaul Bus. Com. L. J. 2015, V.13, I.3, s.360-410.

Gilson, R.J.: *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, Stanford Law Review 2003, V.55, s.1068-1101.

Gözüyeşil, F. F.: Sermaye Piyasası Hukukunda İzahnâmeden Doğan Sorumluluk, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2019.

Hans, D. J.: *Rules Are Meant to Be Amended: How Regulation Crowdfunding's Final Rules Impact the Lives of Startups and Small Businesses*, Brooklyn L. Rev. 2018, V.83, I.3, s.1089-1113.

Hazen T. L.: *Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws- Why The Specially Tailored Exemption Must ve Conditioned on Meaningful Disclosure*, N. Car. L. R. 2012, V.90, s.1736-1769.

Heminway J. M. / Hoffman S. R.: *Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 10933*, Ten. L. R. 2011, V.78 (*Proceed at Your Peril*), s.880-961.

Heminway, J. M.: *Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier*, Oklahoma Law Review 2017, Vol.70 (*Selling Crowdfunding Equity*), s.189-213.

Heminway, J. M.: *Investor and Market Protection in The Crowdfunding Era: Disclosing to and for the "Crowd"*, Vermont Law Review 2014, Vol. 38 (*Crowd*), s.827-848.

Henkin, L.: *That "S" Word: Sovereignty, and Globalizaiton, and Human Rights, Et Cetera*, Fordham Law Review 1999, V. 68, I. 1, s. 1-14.

Hurt, C.: *Pricing Disintermediation: Crowdfunding and Online Auction Ipos*, Un. Of Illunois L. Rev. 2015, N. 1, s.217-263.

Ibrahim, D. M.: *Crowdfunding without the Crowd*, N. Car. L. Rev. 2017, V.95, N.5, (*Crowd*) s.1482-1506.

Ibrahim, D. M.: *Crowdfunding Signals*, Georgia L. R. 2018, V.53, N.1 (*Signals*), s.199-232.

Ibrahim, D. M.: *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors*, Vanderbilt Law Review 2008, V. 61 (*Angel Investors*), s.1406-1452.

Ibrahim, D. M.: *Equity Crowdfunding: A Market for Lemons*, Minnesota Law Review 2015, V.100, N.2 (*Lemons*) s. 561-606.

Ibrahim, D. M.: *Underwriting Crowdfunding*, Stanford Journal of Law 2020, V. 25 (*Underwriting Crowdfunding*), s. 289-324.

Işiker, M. /Taş, O.: *Borsa İstanbul'daki Bedelli Sermaye Artırımı Haberlerinin Etkileri Üzerine Bir Çalışma*, Beyder 2016, s.1-35.

İmregün, O.: *Anonim Ortaklıklar*, 4. Baskı, İstanbul 1989.

İnce, S. T.: *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Pay Sahipleri Sözleşmesi*, İstanbul 2019.

İnceoğlu, M. M.: *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu*, Ankara 2004.

İpekten, O. B.: *Risk Sermayesi Finansman Modeli*, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2006, C.7, S.1, s.385-408.

İslamoğlu, G.: *Sermaye Piyasası Hukukunda İzahname Sorumluluğu*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2018.

İşiner, N.: *Sermaye Piyasası Hukukunda Paya Dayalı Kitle Fonlaması*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2021.

Jackson, J. H.: *Sovereignty- Modern: A New Approach to an Outdated Concept*, Georgetown Law Faculty Publications 2003, V. 97, s.782-802.

Jenik, İ. / Lyman, T. / Nava, A.: *Crowdfunding and Financial Inclusion*, CGAP 2017, s.1-38.

Kankoc Aydın, D.: Sermaye Piyasalarında Aracılık Faaliyetlerinin Hukuki Niteliği, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2019.

Karababa, S.: Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001.

Karadağ, M. M.: *Sistemik Risk, Sistemik Açından Önemli Finansal Kuruluşlar ve Küresel Finansal Kriz*, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi 2015, C.7, S.13, s.293-319.

Kendigelen, A.: Gerekçeli-Karşılaştırmalı Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Türk Ticaret Kanununun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun, İstanbul 2011 (Kanun).

Kendigelen, A.: Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 3. Baskı, İstanbul 2016 (İlk Tespitler).

Kırca, İ.: *Escrow Sözleşmesi*, Batider 1997, C. 19, S. 1, s. 45-61 (*Escrow*).

Kırca, İ.: Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000 (Opsiyon).

Kırca, İ. / Şehirali Çelik, F. H. / Manavgat, M. Ç.: Anonim Şirketler Hukuku, Cilt 1, Ankara 2013.

Klöhn, L.: *The Capital Markets Union and the European Institutions' Work on Crowdfunding, The Economics of Crowdfunding; Startups, Portals and Investor Behaviors*, Springer 2018.

Kocaoğlu Ulbrich, Ş. E.: Avrupa Birliği ve Türk Banka Hukuku Yönünden Fintek, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2019.

Kocayusufpaşaoğlu, N. / Hatemi, H. / Serozan, R. / Arpacı, A.: Borçlar Hukuku Genel Bölüm, Cilt I, 7. Baskı, İstanbul 2017.

Korkmaz, E.: Anonim Şirketlerde Sınırlı Yetkili Temsilci Tayini ve Sorumluluk, İstanbul 2018.

Korkmaz, Ö.: Amerikan Hukuku İle Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması, İstanbul 2020.

Kuntalp, E.: Karışık Muhtevalı Akit, 2. Baskı, Ankara 2013.

Kurnaz, G. /Bedük, A.: *Türkiye’de ve Dünyada Melek Yatırımcılık*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi 2017, C.20, S.1, s.28-40.

Küçükgüngör, A.: Sermaye Piyasası Hukukunda Erken Aşama Girişimlerin Paya Dayalı Kitle Fonlaması Yoluyla Finansmanı, Ankara 2020.

Kütükçü, D.: Sermaye Piyasası Hukuku, Cilt II, İstanbul 2005.

Mamonov, S. /Malaga, R.: *Success Factors in Title III Equity Crowdfunding in the United States*, An International Journal of Entrepreneurial Finance 2019,V. 21, s.223-241.

Manavgat, M. Ç.: *Anonim Ortaklıklarda Bağımsız Denetimin Kapsamı*, Batider 2014, C.30, S.3 (Bağımsız Denetim) s.41-61.

Manavgat, M. Ç.: *Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması*, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, İstanbul 2019 (Kitle Fonlaması), s.765-786.

Manavgat, M. Ç.: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991 (Aracı Kurumlar).

Manavgat, M. Ç.: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016 (Halka Arz).

Mashburn, D.: *The Anti-Crowd Pleaser: Fixing the Crowdfund Act's Hidden Risks and Inadequate Remedies*, 63 EMORY L. J. 2013, V.63, I.1, s.127-174.

Memiş, T. / Turan, G.: Sermaye Piyasası Hukuku, 4. Baskı, Ankara 2019.

Meral, N.: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2020.

Moroğlu, E.: Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, 4. Baskı, İstanbul 2018 (Sermaye Artırımı).

Moroğlu, E.: Oy Sözleşmeleri, 5. Baskı, İstanbul 2015 (Oy Sözleşmeleri).

Mugan, C. S. / Akman, N. H.: Principles of Financial Accounting Based on IFRS, 5th Edition, New York 2012.

Mutlu Uşaklı, S.: Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2020.

Norton, J. J.: *Extraterritorial Jurisdiction Of U.S. Antitrust and Securities Laws*, International and Comparative Law Quarterly 1979, V. 28, I. 4, s. 575-597.

Oğuzman, K. / Öz, T.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt I, 11. Baskı, İstanbul 2013.

Oğuzman, K. /Öz, T.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt II,11. Baskı, İstanbul 2014.

Onur, M. N. / Değirmenci, Ö.: *Crowdfunding-Kitle Fonlaması*, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Çalışma Raporlar 2015, S.7, s. 1-18.

Özer, A.: Kitle Fonlaması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2020.

Özer, A.: Sermaye Piyasası Hukukunda Aracı Kurumlar, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 1985.

Parsont, J. W.: *Crowdfunding: The Real and The Illusory Exemption*, Har. Bus. L. R. 2014, V.4, s.282-343.

Pehlivanoğlu, M. C.: *Kitle Fonlamsı Platformunun Bilgi Formundan Doğan Sorumluluğu*, İzmir Barosu Dergisi, 2020, s.199-233.

Pope, N. D.: *Crowdfunding Microstartups: It 's Time for the Securities and Exchange Commission To Approve a Small Offering Exemption*, U. PA. J. BUS. L. 2011, V.13, s.101-119.

Pulaşh, H.: *şirketler Hukuku Temel Esaslar*, 6. Baskı, Ankara 2020.

Richemond, D.: *Normativity in International Law: The Case of Unilateral Humanitarian Intervention*, Yale Hum. Rts. & Dev. L. J. 2003, V.6, I.3, s. 45-80.

Ridley, D.: *Will New Regulation on Crowdfunding in the United Kingdom and United States Have a Positive Impact and Lead to Crowdfunding Becoming an Established Financing Technique*, Oxford Statue L. Rev. 2016, V. 37, N. 1, s. 57-76.

Ryngaert, C.: *The Concept of Jurisdiction in International Law*, Utrecht University, s.2.

Sanchez, R.: *The New Crowdfunding Exemption: Only Time Will Tell*, UC Dav. Bus. L. J. 2013, V.14, N. 1, s.109-126.

Serozan, R./ Kocayusufpaşaoğlu, N. / Hatemi, H. / Arpacı, A.: *Boręlar Hukuku Genel Hükümler İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme*, Cilt III, 7. Baskı, İstanbul 2016.

Schwartz, A.: *Inclusive Crowdfunding*, Utah L. Rev. 2016, N.4 (*Inclusive*), s. 661-674.

Schwartz, A.: *The Gatekeepers of Crowdfunding*, Washington and Lee Law Review 2018, V.75, N.2 (*Gatekeepers*), s.885-955.

Schwartz, A.: *Crowdfunding Securities*, Notre Dame L. R. 2013, V.88, I.3, s.1457-1490 (*Securities*).

Sjostrom, J. R.: *Relaxing the Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offerings*, Florida St. U.L.R 2004, V.32, s.1-50.

Sohl, J. E.: “*The Early Stage Equity Market in the USA*”, *Venture Capital*, An International Journal of Entrepreneurial Finance 1999, V.1, I. 2, s. 101-120.

Somer, M.: Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkiler, İstanbul 1990.

Steinberg, M. I. / Conway, K. L.: *The Limited Liability Company as a Security*, Pepperdine Law Review 1992, V. 19, s.1105-1120.

Steinhoff, R.: *The Next British Invasion Is Securities Crowdfunding: How Issuing Non-Registered Securities Through The Crowd Can Succeed in the United States*, Uni. Clor. L.R. 2015, V.86, I.2, s.663-721.

Sumer, A.: Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, İstanbul 2002.

Tandoğan, H.: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Cilt II, Beşinci Tıpkı Basım, İstanbul 2010.

Tanör, R.: Türk Sermaye Piyasası, Cilt I, Halka Arz, İstanbul 2000.

Tekil, F.: Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul 1998.

Tekinalp, Ü.: Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları Pay Defteri Hukuku İle, İstanbul 2012 (Bağlam).

Tekinalp, Ü.: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 4. Baskı, İstanbul 2015 (Sermaye Yeni).

Tekinalp Ü./ Poroy R./ Çamoğlu E.: Ortaklıklar Hukuku I, Yeniden Yazılmış 13. Baskı, İstanbul 2014 (Ortaklıklar Hukuku).

Tekinalp, Ü.: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982 (Sermaye).

Tekinay, S. S.: Borçlar Hukuku, İstanbul 1971.

Tiryakioğlu, B.: *Extraterritorial Implications of Turkish Legislation*, Public and Private International Law Bulletin, V. 41, I.2, s.932-953.

Tutulmaz, H.: Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim ve Özellikle Bağımsız Denetim Kuruluşlarının Sorumluluğu, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2018.

Urkan, E.: *TK ve SPK'da Bağımsız Denetim Sözleşmesi*, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi 2019 (Sözleşme) s.307-324.

Urkan, E.: Sermaye Piyasalarında Bağımsız Denetim ve Bağımsız Denetimden Kaynaklanan Sorumluluk, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 2015 (Bağımsız Denetim).

Usta, S.: Escrow Sözleşmesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2018.

Uzel, N.: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa Göre Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, İstanbul 2013.

Ünal, O. K.: Aracı Kurumlar Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar, Ankara 1997.

Vural, A. / Doğan D. U.: *Girişimcilik Finansmanında Yeni Bir Model: Kitle Fonlaması*, İşletme Araştırmaları Dergisi 2019, C.11, S.1, s.89-100.

Wallmeroth, J.: *Investor Behavior in Equity Crowdfunding*, Venture Capital 2019, V.21, s.273-300.

Weinstein, R. S.: *Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Expecting*, Cornell Int. L. R. 2013, V.46, s. 428-452.

Wroldsen, J. S.: *The Social Network and the Crowdfunding Act: Zuckerberg, Saverin and Venture Capitalists' Dillution of the Crowd*, Vanderbilt J. Ent. Tech. L. 2013, V.15, s.583-636.

Yanlı, V.: *Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi*, BATİDER 2020, C.16, S.1 (Kitle Fonlaması), s. 31-56.

Yanlı, V.: *Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları*, BATİDER 2016, C.20, S.3 (Yatırım Sözleşmesi), s.5-38.

Yasaman, H.: Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992.

Yavuz, C. / Acar, F. / Özen, B.: Borçlar Hukuku Dersleri Özel Hükümler, 13. Baskı, İstanbul 2014.

Yıldırım, A. H.: Portföy Yönetim Sözleşmesi, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2008, s.7.

Yılmaz, G.: Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı, Şubat 2018.

Yördem, Y.: Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi, Ankara 2017

Yüksel, S.: *Sermaye Piyasası Hukukunda Kitle Fonlamasına İlişkin Düzenlemelerin Değerlendirilmesi*, Banka ve Finans Hukuku Dergisi 2019, C. 8, S. 32, Prof. Dr. Ali Necip Ortan'a Armağan, s.1933-1960.

Zengin, S. / Yüksel, S. / Kartal, T.: *Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye'ye Faydaları*, BSPAD 2017, C.1, S.4, s.22-32.

ONLINE KAYNAKLAR

Caselaw.findlaw.com/us.supremecourt/494/56.html; supreme.justia.com/cases/fed

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf.

<https://ec.europa.eu/info/publications/180308>.

https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-20150268_EN.html?redirect.

<https://www.fsb.org/about/history-of-the-fsb/>.

<https://www.sec.gov/files/formc.pdf>

<https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm#3>.

<https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>

<http://www.ticaretkanunu.net/turk-ticaret-kanunu-madde-gerekceleri-ikinci-kitap-ticaret-sirketlerimadde-124-644/>

<https://www.workif.com/en/blog/2020/01/07/turkiyedeki-yatirimci-sirketler-ve>

[https://www.osc.ca/en/industry/companies/mergers-and-acquisitions/conflict interest](https://www.osc.ca/en/industry/companies/mergers-and-acquisitions/conflict%20interest)

<https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/20211027/1>

<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1320>

<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1321>

<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2019/10/20191003-5-1.pdf>

www.smv.gob.pe

www.artistshare.com/about

www.worldbank.org

www.investopedia.com

www.gofundme.com/questions

www.indiegogo.com/about/ourstory

www.statista.com

www.kickstarter.com/about

www.fundable.com

www.kiva.org/about

www.prosper.com/about

www.globalgiving.org/aboutus

www.figopara.com/kolay-finansman/

www.faturalab.com

www.fca.org.uk/consumers/crowdfunding

www.iosco.org/research/pdf/20140410

KARARLAR

Cunningham v. Brown, 265 U.S. 1, 44 (1924).

Hartford Fire Ins. Co. v. California, 509 U.S. 764, 813 (1993).

Reves v. Ernst&Young Co., 494 U.S. 56, 63-68 (1990).

SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119, 124 (1953).

SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293,298-99 (1946).

