

KARŞILAŞTIRMALI HUKUK VE TÜRK HUKUKU ÇERÇEVESİNDE

KİTLE FONLAMASI

MUHAMMET EMRE AKKAŞ

ŞUBAT 2022

T.C.

BAHÇEŞEHİR ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASALARI VE TİCARET HUKUKU

YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

KARŞILAŞTIRMALI HUKUK VE TÜRK HUKUKU ÇERÇEVESİNDE

KİTLE FONLAMASI

Yüksek Lisans Tezi

MUHAMMET EMRE AKKAŞ

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi RAMAZAN DURGUT

İSTANBUL, 2022

ÖZET

Yenilikçi fikri olan girişimcilerin projelerinin geliştirilmesi için gereken finansmana ulaşım açısından belirli yöntemler mevcuttur. Birçok finansman sağlama metodu yıllardır tercih edilmekte ve hukuki altyapısı kurumsallaşmış bir şekilde taraflara sunulmaktadır. Bu bağlamda, girişimlerin geniş kitleler tarafından desteklenmesi için son dönemde gündeme gelen kitle fonlaması, hukuki düzenlemeleri itibariyle gelişmeye devam etmektedir. Dünya'nın en büyük ekonomilerinden olan ABD ve AB'nin kitle fonlaması regülasyonları diğer finansman araçlarının hukuki altyapısıyla kıyaslandığı vakit yakın zamanda tarafların hak ve yükümlülüklerini düzenleme altına almıştır. Girişimcilik ekosisteminin giderek geliştiği Türkiye de bu konudaki çalışmaları sonucunda paya ve borca dayalı kitle fonlamasına yönelik Tebliğ, SPK tarafından 2021 yılı içerisinde güncellenmiştir. Bu bağlamda, çalışmamızda öncelikle kitle fonlamasının tarihi ve ekonomik gelişimi kısaca ele alınmıştır. Akabinde, AB ve ABD düzenlemeleri çerçevesinde kitle fonlamasının taraflarının hak ve yükümlülükleri incelenmiştir. Son olarak ise, Türkiye'deki düzenleme paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına değinilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Girişimcilik Ekosistemi, Kitle Fonlaması, Finansman Sağlama, Finansman Araçları, Kitle Fonlamasının Taraflarının Hak ve Yükümlülükleri, Paya ve Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlamasına İlişkin Hukuki Düzenlemeler.

ABSTRACT

There are certain methods in terms of accessing the funding required for the development of the projects of entrepreneurs with innovative ideas. Many funding methods have been preferred for years and its legal infrastructure is presented to the parties in a strong way. In this context, crowdfunding, which has recently come to the fore in order to support the initiatives by large masses, continues to develop in terms of its legal regulations. The crowdfunding regulations of the USA and the EU, which are among the largest economies in the world, have recently regulated the rights and obligations of the parties when compared with the legal infrastructure of other financial instruments. In Turkey, where the entrepreneurial ecosystem is gradually developing, the Communiqué on share and debt-based crowdfunding was updated by the CMB in 2021 as a result of its studies on this subject. In this context, in our thesis, first of all, the history and economic development of crowdfunding will be briefly discussed. Subsequently, the rights and obligations of the parties to crowdfunding within the framework of EU and US regulations will be examined. Finally, the regulation in Turkey, equity and debt-based crowdfunding will be discussed.

Keywords: Entrepreneurship Ecosystem, Crowdfunding, Funding Methods, financial instruments, Rights and Obligations of the Parties of Crowdfunding, Regulations of Equity and Debt-Based Crowdfunding.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	ii
ABSTRACT.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ÇOK TARAFLI GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN YÖNTEMİ OLARAK KİTLE FONLAMASI

I. KİTLE FONLAMASININ TANIMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ.....	4
A. Kitle Fonlamanın Tanımı	4
B. Kitle Fonlamanın Finansman Yöntemi Olarak İşlevi	4
C. Kitle Fonlamanın Tarihsel Gelişimi	6
D. Türkiye’de Kitle Fonlaması	9
II. KİTLE FONLAMASININ TÜRLERİ.....	12
A. Yatırım Bazlı Olmayan Kitlesel Fonlama Modelleri	12
1. Bağış Temelli Kitle Fonlaması	12
2. Ödül Temelli Kitle Fonlaması	13
B. Yatırım Bazlı Kitlesel Fonlama Modelleri	15
1. Paya Dayalı Kitle Fonlaması	15
2. Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması	15
III. KİTLE FONLAMASININ GENEL DEĞERLENDİRİLMESİ	16
A. Kitle Fonlaması Sisteminin Avantajları	16
1. Finansmana Ulaşımın Kolaylaşması	16
2. Düşük Finansman Maliyetleri	18
B. Kitle Fonlaması Sisteminin Dezavantajları	18
1. Girişimci Kaynaklı Riskler.....	18
2. Platformlarda Oluşabilecek Riskler.....	19
3. Dolandırıcılık Riski	19

İKİNCİ BÖLÜM

KARŞILAŞTIRMALI HUKUK BAĞLAMINDA KİTLE FONLAMASI

I. GİRİŞ	21
II. AMERİKA VE AB HUKUKU AÇISINDAN GENEL DEĞERLENDİRME	21
A. JOBS Kanunu	21
B. AB Tüzük Tasarıları ve Nihai Tüzüğü	25
1. 2018 Komisyon Tüzüğü Taslağı	26
2. 2020 Konsey Tüzüğü	28
III. KİTLE FONLAMASI YATIRIMCILARI	30
A. ABD Hukuku Açısından Yatırımcılar	30
B. AB Hukuku Açısından Yatırımcılar	33
IV. KİTLE FONLAMASI İHRAÇCILARI	34
A. ABD Hukukunda İhraççı Kavramı	34
1. Yükümlülükleri	35
a. Toplanabilecek Fonun Sınırı ve Kamuyu Aydınlatma	35
b. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülüğü	37
c. Reklam Sınırlamaları ve Yasağı	40
2. Mevzuata Aykırı Yapılan İhraçlara İlişkin Yaptırımlar	41
3. İhraççının Hakları	41
B. AB Hukukunda Proje Sahibi Kavramı	42
V. KİTLE FONLAMASI ARACILARI	43
A. ABD Hukukuna Göre Kitle Fonlaması Aracı ve Platformları	43
1. Türleri	43
a. Geniş Yetkili Aracılar	43
b. Fonlama Platformları	43
2. Kitle Fonlaması Aracılarının Yükümlülükleri	46
3. Fonlama Sürecinin İşleyişine İlişkin Düzenlemeler	50
4. Aracılık Yapılan İhraççıların Pay Sahibi Olma ve Reklam Yapma Yasağı	52
5. Dolandırıcılık Riski ve Önlemleri	53
6. Mevzuata Aykırı Yapılan İhraçlara İlişkin Yaptırım	54

B. AB Hukuna Göre Kitle Fonlaması Hizmet Sağlayıcıları	55
1. Genel Değerlendirme.....	55
2. Yetkilendirme.....	56
3. Bilgilendirme, Temel Yatırım Bilgi Formu ve Etkin Yönetim	59
4. Dolandırıcılık Önlemleri	62
5. Kayıtların Saklanması	63
VI. DEĞERLENDİRME.....	64

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA KİTLE FONLAMASI

I. TÜRK HUKUKUNDA KİTLE FONLAMASINA İLİŞKİN MEVZUATIN GELİŞİMİ VE HUKUKİ DÜZENLEMELER.....	66
A. Mevzuatın Tarihsel Gelişimi ve Hukuki Düzenlemeler.....	66
1. Sermaye Piyasası Kanunu	69
2. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1)	73
3. Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2).....	74
a. Yürürlük.....	74
b. Yapılan Önemli Değişiklikler.....	75
B. Çok Taraflı Finansman Modellerine İlişkin Diğer Sermaye Piyasası Düzenlemelerine Dair İstisnalar.....	77
1. Halka Açık Ortaklık, İhraççı ve Yatırımcı Tazmini Hükümlerine Tabi Olma İstisnası.....	77
2. İzahname ve İhraç Belgesi Hazırlama Yükümlülüğü İstisnası.....	79
3. Diğer İstisnalar	79
II. TÜRK HUKUKUNDA KİTLE FONLAMASI TARAFLARI	80
A. Girişimci.....	80
1. Nitelikleri ve Kitle Fonlaması Yoluyla Fon Toplama Kapsamında Gereken Finansal ve Yapısal Koşullar.....	83
2. Tüzel Kişi ve Gerçek Kişi Olarak Yapılanma.....	87
3. Bilgilendirme Yükümlülükleri	89
a. Bilgi Formunun Hazırlanması.....	89
b. Diğer Bilgilendirme Yükümlülükleri.....	90

B. Yatırımcı.....	92
1. Yatırımcı Olma Koşulları.....	92
2. Yatırım Tutarı ve Niteliğine İlişkin Sınırlandırmalar.....	94
3. Nitelikli ve Diğer Yatırımcı Arasındaki Önem Arz Eden Farklar	94
C. Kitle Fonlama Platformu	96
1. Nitelikleri ve Kitle Fonlaması Aracılık Faaliyeti Kapsamında Gereken Finansal ve Yapısal Koşullar	97
3. Kitle Fonlama Platformlarının Listedden Çıkması.....	101
3. Kitle Fonlaması Platformlarının Yönetim Organları.....	103
a. Yönetim Kurulu	103
b. Yatırım Komitesi	105
4. Kitle Fonlama Platformlarının Kampanya Süreci Kapsamındaki Ortak Yükümlülükleri	108
a. Kampanya Sayfasının Oluşturulması.....	108
b. Fonların Toplanması ve Saklanması ile İlgili Yükümlülükler.....	110
c. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler.....	110
d. Kayıtların Saklanması ile İlgili Yükümlülükler	113
e. Diğer Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri	113
aa. Finansal Tabloların, Finansal Raporların ve Faaliyet Raporlarının İlan Edilmesi	115
bb. Fonların Kullanım Amaçlarına, Kullanım Yerlerine ve Amacına Uygun Kullanımına İlişkin Raporların İlan Edilmesi	116
5. Platformların Gerçekleştiremeyecekleri Faaliyetler.....	117
6. Platformların SPK Onayına Tabi İşlemleri	119
7. Yurt Dışında Yerleşik Platformların Türkiye’de Gerçekleştirecekleri İşlemlere İlişkin Hukuki Düzenlemeler	121
8. Platformların Hukuka Aykırı Faaliyet ve İşlemlerinde Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar	121
a. İzinsiz Sermaye Piyasası Faaliyetinde Uygulanacak Tedbirler	125
b. Mali Durumun Bozulması ve Tedricî Tasfiye ve İflas Durumlarında Uygulanacak Tedbirler	126
c. Kanuna Aykırı İlan, Reklam ve Açıklamalarda Uygulanacak Tedbirler.....	129

d. Bilgi Suiistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler	129
e. Uygulanabilecek İdari Para Cezaları.....	132
f. Suçlar ve Uygulanabilecek Cezai Yaptırımlar	133
g. 5651 Sayılı Kanun Kapsamında Cezai Sorumluluk	136
III. KİTLE FONLAMASINDA KAMPANYA SÜRECİ	138
A. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Kampanyası Sürecinin İşleyişi.....	138
1. Girişimcilerin Platformlara Başvurusu Kapsamındaki Sınırlamalar	139
a. Fon Toplama Sınırlamaları	140
b. Devredilecek Paylara İlişkin Hukuki Sınırlamalar	141
2. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Kampanya Sürecindeki Tarafların Hak ve Yükümlülükleri	142
a. Platformların Hak ve Yükümlülükleri	142
b. Girişimcilerin Hak ve Yükümlülükleri	144
c. Yatırımcıların Hak ve Yükümlülükleri	146
B. Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması Kampanyası Sürecinin İşleyişi.....	147
1. Girişimcilerin Platformlara Başvurusu ve Sınırlamalar	148
a. Fon Toplama Sınırlamaları	149
b. Borçlanma Aracına İlişkin Hukuki Sınırlamalar	150
2. Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması Kampanya Sürecindeki Tarafların Hak ve Yükümlülükleri	151
a. Platformların Hak ve Yükümlülükleri	151
b. Girişimcilerin Hak ve Yükümlülükleri	152
c. Yatırımcıların Hak ve Yükümlülükleri	154
SONUÇ	156
KAYNAKÇA	159

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
Bakanlık	: Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı
Bkz.	: Bakınız
BTK	: Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu
C.	: Cilt
CFR	: Code of Federal Regulations
dn.	: Dipnot
ESMA	: European Securities and Markets Authority
FINRA	: Financial Industry Regulatory Authority
JOBS	: Jumpstart Our Business Startups
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
m.	: Madde
MiFID	: Markets in Financial Instruments Directive
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi
N.	: Numara
Platform	: Kitle Fonlaması Platformu
RC	: Regulation Crowdfunding
RG	: Resmî Gazete
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
SA	: Securities Act

SEA	: Securities Exchange Act
SEC	: Securities and Exchange Commission
Sec.	: Section
SerPK	: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
T.	: Tarih
Tebliğ	: Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2)
TTK	: 6012 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
Tüzük	: Avrupa Kitle Fonlaması Servis Sağlayıcıları Tüzüğü
U.S.C.	: United States Code
vb.	: ve benzeri
vd.	: ve devamı

GİRİŞ

Dijitalleşmenin hayatımızın her alanında etkisini arttırdığı, sosyal ve beşeri ilişkilerin her geçen gün giderek daha da fazla çevrimiçi mecralara taşındığı günümüzde kitlelerin sermaye hareketliliği de benzer şekilde çevrimiçi mecralar ve platformlar üzerinden ayrı bir boyut kazanmaktadır. Toplumsal dayanışma merkezinde kitlelerin yardım toplama faaliyetleri ile ortak bir hedef ve gaye için kaynaklarını aktarması ve bunun bölgesel, ulusal ve küresel çapta tayin edilen hedefler için kullanılması uzun yıllardır sivil toplum örgütleri temelinde yürütülen artık neredeyse gelenekselleşmiş bir yöntemdir. Ticarete ise yaygın olan ve geleneksel finansman yöntemi olarak tarif edeceğimiz yapı daha çok kitlelerin şirket ve/veya gerçek kişi olarak finansman ihtiyacının bankalar ve diğer finans kuruluşları tarafından karşılanması yönündedir. Değişen dünya ve hayatımıza özellikle son yıllarda çok daha dramatik bir şekilde dahil olan sosyal mecraların yaygınlaşması ile kitleler sivil toplum faaliyetlerinin yanında ticari faaliyetlerde de birbirlerinin finansmanını karşılayabilecekleri bir toplanma zemini oluşturma yeteneği kazanmaktadır. Farklı modellemelerle sürdürülebilir bir hale getiren bu enstrümanlar ile kitlelerin kaynak sağlaması ve finansman yönünden ihtiyaç sahibi pozisyonunda olan gerçek ve/veya tüzel kişilerin sermaye ihtiyaçlarını bu şekilde karşılaması ile dezavantajlı olarak sayılabilecek kişilerin de ticari açıdan projelendirdikleri ürün ve hizmetlerini ticarileştirebilmesi için sermayeye erişmesine imkân sunulmaktadır. Yatırımcı açısından dezavantajları ve riskleri de içinde barındıran kitle fonlaması demokratik bir finansman yöntemi olarak girişimciler için önemli imkânlar sunmaktadır. Bu bağlamda, bu finansman yöntemi ile birlikte yeni kurulacak şirketler, startuplar ve gelecek vaadeden proje fikirlerinin geniş kitlelerce desteklenmesi ve finanse edilmesi mümkün hale gelmektedir.

Son zamanlarda ülkemizde de adından söz ettiren bu finansman yöntemi Amerika'da kısaca JOBS Kanunu (The Jumpstart Our Business Startups Act) olarak yürürlüğe giren mevzuat düzenlemesi ile kurumsallaştırılan bir yapı haline getirilmiştir. Bu düzenleme kapsamında ihraççılar, aracılar ve yatırımcılar belirli hak ve yükümlülükler çerçevesinde hareket etmektedir. ABD'nin girişimcilik ekosistemi

açısından önem arz eden konumu, girişimlerin sermaye toplamaları araçlarından birisi olan kitle fonlamasının da regülasyon sürecini olgunlaştırmıştır. Bu bağlamda ABD, kitle fonlamasının hukuki çerçevesini ortaya koyan ve uygulamalarıyla da bunu destekleyen öncül ülkelerden birisidir.

Diğer taraftan, tasarruflarını yeni nesil girişimlere aktarmak isteyen Avrupa Birliği gerçek ve tüzel kişilerinin de bu ihtiyaçlarının karşılanması için kitle fonlaması düzenlemelerine ihtiyaç duyulmuştur. Bu çerçevede, AB hukuku seviyesinde çalışmalar Tüzük taslağı olarak başlamış ve nihai olarak Ekim 2020 tarihinde kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları ve diğer tarafların hukuki durumlarını düzenleyen bir Tüzük yürürlüğe girmiştir. Kapsamlı olan bu Tüzük neticesinde AB, kitle fonlamasının regüle edilmiş bir şekilde yaygınlaşmasını amaçlamaktadır. Birçok AB hukuku düzenlemelerini esas alarak iç hukuk kurallarını revize eden Türkiye ise ilerleyen dönemlerde bu Tüzükten yararlanarak AB ile bu konudaki entegrasyonunu da tamamlamış olacaktır.

Ülkemizde hukuki alt yapısının oluşturulmasından önce fiili olarak ödül ve bağış bazlı şekilde faaliyet göstermeye başlayan kitle fonlaması platformları ve faaliyetlerine ilişkin ilk hukuki düzenleme 2018 yılı içerisinde Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında giren kitle fonlaması tanımı ile gerçekleşmiştir. Mevzuat açısından kitle fonlaması sürecine ilişkin temel mevzuat olan 3 Ekim 2019 yılında Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği’nden yaklaşık 2 sene sonra borçlanmaya dayalı kitle fonlaması da dahil edilerek Kitle Fonlaması Tebliği 35/A.2 yürürlüğe girmiştir. Paya dayalı kitle fonlaması yönteminin mevzuatta yerini bulması akabinde çıkarılan yeni bir düzenleme ile ilk çıkarılan tebliğ mülga haline getirilmiş, hem paya dayalı kitle fonlaması hem de borçlanmaya dayalı kitle fonlaması üzerinden Türkiye’deki kitle fonlama platformları kullanılarak fon sağlanmasının önü açılmıştır. Güncel olarak yürürlükte olan tebliğ kapsamındaki düzenleme ile ödül veya bağış karşılığındaki fon toplaması faaliyetleri yine tebliğ kapsamının dışında tutulmuştur.

Kitle fonlama faaliyetlerine ilişkin temel problemlerin başında, bu sistemin Türkiye’de yeni olması ve Türkiye özelinde kitlelerin dolandırılması ile sonuçlanan pek çok olumsuz halktan para toplama girişimi ve deneyimi sebebiyle oluşan güven

eksikliği ile uygulanabilirlik açısından oluşabilecek yapısal problemler gelmektedir. Bu çerçevede Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki hükümler ve devamında yürürlüğe giren tebliğler önem arz etmektedir. Bu nedenle konuya dair yazmış olduğumuz tezimizde karşılaştırmalı hukuk metodu kullanılarak özellikle AB, ABD ve Türkiye mevzuatları kapsamında konuya ilişkin düzenlemeler incelenerek yapılması muhtemel değişiklikler ve eklemeler ifade edilecektir. Çalışmamızda öncelikle kitle fonlaması kavramı, gelişimi ve çeşitleri genel olarak incelenecek, akabinde karşılaştırmalı hukuk çerçevesinde AB ve ABD mevzuatları kapsamında kitle fonlaması sürecinin tarafları ve süreç içinde yer alan tarafların hak ve yükümlülükleri anlatılmaktadır. Sonuç olarak çalışmamızda Türk sermaye piyasası mevzuatına yeni giriş yapan ve alternatif fonlama aracı olarak değerlendirilen “kitle fonlaması”; ABD, AB ve Türk hukukundaki tarihsel gelişimi ve Türk hukuku çerçevesinde tarafların hak ve yükümlülükleri, aykırılık durumunda birincil ve ikincil sermaye piyasaları mevzuatında öngörülen idari ve cezai tedbirler ve yaptırımlar ve kampanya sürecindeki fon toplamaya, devredilecek paylara ve borçlanma araçlarına ilişkin sınırlamalar ve kampanya süreci hukuki açıdan değerlendirilip konuyla ilişkili hukuki meseleler güncel mevzuat çerçevesinde incelenmiştir. Tezimizin kapsamı ve amacı çerçevesinde ise ödül ve bağış bazlı kitle fonlama modelleri yalnızca genel esasları bakımından incelenmiş olup bu modeller yoluyla para toplama usulünün detayları ele alınmamıştır. Tezimiz kapsamında paya ve borçlanma dayalı fonlama modelleri ele alınmış olsa da kitle fonlama taraflarının arasındaki sözleşmesel ilişki ve tazminatsal sorumluluklar tez kapsamında ele alınan konular arasında değildir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÇOK TARAFLI GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN YÖNTEMİ OLARAK KİTLE FONLAMASI

I. KİTLE FONLAMASININ TANIMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ

A. Tanımı

Kitle Fonlaması basit bir tanımla, girişimcilerin projelerini gerçekleştirmek için ihtiyaç duydukları fonların geleneksel şekilde bir ya da birden fazla profesyonel kurum veya kişiden blok olarak temin edilmek yerine çok sayıda bireyden, yatırımcıdan toplanan tutarlar ile (büyük ve küçük olmak üzere) karşılanması işlemidir.¹ “Kitle Fonlaması (Crowdfunding)” terimi ilk kez 2006 yılında girişimci Michael Sullivan tarafından kullanılmıştır.² Hukuk ve ekonomide bu kullanımla birlikte kalıcı hale gelen kitle fonlaması terimi, günümüzde hala bu finansman sistemini anlatmak için pek çok dilde kitle ve fonlama kavramlarının birleşimi olarak kullanılmaktadır. Henüz Türk Dil Kurumu Sözlüğü’nde kendine yer bulan bir kavram olmayan Kitle Fonlaması Merriam-Webster sözlüğünde ise *“özellikle internet üzerinden erişenler olmak üzere çok sayıda insandan yeni bir iş için ihtiyaç duyulan finansmanın sağlanması uygulaması”* olarak tanımlanmıştır.³

B. Finansman Yöntemi Olarak İşlevi

Sosyal medya ve benzeri iletişim araçlarının gelişmesi ve kitlelerin mobilizasyonu konusunda pek çok engeli kaldırarak kitlesel yönlendirme ve etkileşim modelleri ile çözüm geliştirme süreçlerini başarıya dönüştürmesi, teknolojik araçların kullanılması suretiyle, gerek sivil toplum faaliyetlerinde gerekse sanatsal faaliyetlerde kitlelerin desteğini alarak kaynak problemleri için çözüm ve finansman geliştirme

¹ SCHWIENBACHER, Armin / LARRALDE, Benjamin, Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance-Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures, 1. Baskı, Oxford University Press, 2012, s.369-391.

² <https://www.startups.com/library/expert-advice/history-of-crowdfunding> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

³ <https://www.merriam-webster.com/dictionary/crowdfunding?src=search-dict-box> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

süreçlerini daha da yaygın hale getirmiştir.⁴ Güncel durumda basın ve medyadan, mobil ve çevrimiçi oyunlara, siyasi ve toplumsal projelerden özellikle teknolojinin dahil olduğu pek çok ürünleştirme sürecine kadar birçok farklı süreçte kitle fonlamasına başvurularak çözümler üretildiği görülebilecektir.⁵

Bunların yanında, şirketlerin yatırım süreçlerinde ihtiyaç duydukları fonun sağlanması için gerekli temel kaynaklar arasında banka ve diğer krediler düşünülse de bu finansman yöntemlerinin ödeme aşamalarında oluşabilecek yüksek maliyetler alternatif finansman yöntemleri arayışına sebep oluşturmaktadır.⁶ Gerek KOBİ niteliğinde değerlendirilebilecek firmaların gerekse şirketleşmemiş veya şirketleşme ve ticarileşme sürecinin ilk aşamasında olan girişimcilerin ekonomik ihtiyaçlarının karşılanması ve yatırım süreçlerine finansmanın sağlanması için alternatif yöntemler oluşturulmaya çalışılmaktadır. Geleneksel finansman yöntemlerinde teminat ve/veya şirketlerin oluşmuş mevcut ekonomik rasyoları üzerinden yapılan değerlendirme üzerinde oluşturulan kredibilite oranı üzerinden finansman imkânı sunulduğu düşünüldüğünde, KOBİ niteliğindeki firmalar ve/veya henüz ticarileşme süreçlerinin başında olan girişimler bu yöntemlerle yeterli finansmana erişemediği ve finansal risklerini teminatlandırma açısından dezavantajlı durumda olduğu görülebilecektir. Bu sebepler ışığında, çevrimiçi enstrümanların dahil edilmesi suretiyle oluşturulacak alternatif finansman yöntemlerinin KOBİ niteliğinde şirketler ve girişimciler için önem arz etmekte olduğu ve kitle fonlaması yöntemi ile dezavantajlı durumlarına karşı alternatif ve avantajları olan bu sistemin önemli bir çözüm sunduğu görülebilecektir.⁷

Gerek yatırımcı gerekse girişimci için finansmanın elde edilmesi sürecinin şeffaf bir şekilde demokratik ve katılımcı süreçlerle geleneksel finansman yöntemlerinden ayrılan bir şekilde yürütüldüğü kitle fonlaması sürecinin⁸ hedeflediği temel sonuç, hali

⁴ **KÜÇÜKGÜNGÖR**, M. Aslı, Sermaye Piyasası Hukukunda Erken Aşama Girişimlerin Paya Dayalı Kitle Fonlaması Yoluyla Finansmanı, 1. Baskı, İstanbul, Yetkin Yayıncılık, 2020, s. 25.

⁵ **KAPUCU**, Hakan / **BEKTUR**, Çisem, Fon Toplamanın Ötesinde, Sosyal Girişimcilik Projeleri İçin Kitle Fonlaması, Current Debates in Accounting & Finance, IJOPEC Yayıncılık, Cilt: 1, Sayı: 3, 2017, s. 154.

⁶ **MEMİŞ**, Tekin / **TURAN**, Gökçen, Sermaye Piyasası Hukuku, 4. Baskı, Ankara, Seçkin Yayınları, 2019, s.51.

⁷ <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17626#:~:text=Crowdfunding%20is%20an,donations%20for%20projects> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

⁸ **ÖZDEMİR**, Ceyda, Kitle Fonlaması Paya Dayalı Modelde Başarı Faktörleri , 1. Baskı, İstanbul, Nobel

hazırda faaliyet gösteren kurumsallaşmış firmalara kaynak sağlamaktan öte projelerine kaynak arayan girişimcilere fon sağlamaktır.⁹ Bu açıdan her ne kadar kitle fonlaması platformlarına başvuru süreçleri herkese açık şekilde yürütülse de girişimci tanımı doğrultusunda ve proje temelinde bu finansman yönteminin öne çıktığı için belirtilen misyon ve motivasyon ile finansmana aracılık etmesi açıkça gözlemlenecektir. Finansman sağlama işlevini yerine getiren kitle fonlaması süreci ve buna aracılık eden kitle fonlaması platformları kaynak sağlama işlevinin yanında girişimcilerin projelendirdiği pek çok ürün ve hizmet hakkında bilgi edinme ve iş geliştirme imkânı da sağlamaktadır.¹⁰

C. Tarihsel Gelişimi

Kitlelerin yardımlaşma amacıyla bir araya gelmesi ve sosyal yardımlaşma faaliyetlerine kaynak sağlaması insanlık tarihinin başlangıcına kadar götürebilecek kadar kadim bir yöntemdir. Ancak kitle fonlamasıyla aynı amacı güden ve halk tarafından gerçekleştirilen fonlama temelinde benzer yapıda olan mikro kredilendirme ilkeleri, 18.yy'da, Jonathan Swift tarafından kurulan İrlanda Kredi Fonu'nun bulunduğu İrlanda'ya kadar uzanmaktadır. Fon; düşük gelirli, kırsal alanlarda yaşayan bireylere ve ailelere küçük boyutlarda kredi ve teminat sağlamıştır. 19.yy'a gelindiğinde bu fon sayesinde yüzlerce kişiye madde destek sağlanmıştır. Kitle fonlamasına benzerlik göstermesinin sebebi ise o dönemde maddi durumu daha iyi olan kişilerin bu fona yaptıkları bağışlar üzerinden oluşturulan bu fonun maddi durumu kıyasen daha kötü olan ve finansman ihtiyacı olan kişilere kaynak sağlanmasıdır. Tam anlamıyla bir kitle fonlaması olarak görülemese de benzer temellerde kurulan bir program olarak tarihe geçmiştir.¹¹

Günümüzdeki kitle fonlamasının tarihi temellerini değerlendirecek olursak 20.yy'a dönmemiz gerekir. 1976 yılında Bangladeşli bir girişimci ve bankacı olan

Bilimsel Eserler Yayınevi, 2020 s. 56; **ANBAR**, Âdem, Girişimcinin Finansmanında Alternatif Bir Yöntem: Kitlesele Fonlama, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Cilt:-, Sayı: 88, 2020, s. 238.

⁹ **DAŞTAN**, İkrâm / **GÜRLER**, Cem, Online Finansman Yöntemi Olarak Kitlesele Fonlama: Planlanmış Davranış Teorisinin Analizi, Yalova Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:8, Sayı:17, 2018, s. 171.

¹⁰ **LEE**, In / **YONG JAE**, Shin, Fintech: Ecosystem, business models, investment decisions, and challenges, Journal of the Kelley School of Business: Business Horizons, Cilt: 61, Sayı: 1, 2018, 58.

¹¹ <https://www.startups.com/library/expert-advice/history-of-crowdfunding> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

Muhammed Yunus'un, mikro finans projesi kapsamında Bangladeşli 42 fakir kadına 27 dolar borç vererek sermaye sağlayarak başlattığı projesinin başarısı Grameen Bank Projesinin önünü açmış ve ortaya çıkmasına öncülük etmiştir. Muhammed Yunus ilk kapsamlı ve kurumsallaşmış modern mikro finansman örneği olarak tarihe geçen Grameen Bank Projesi ile Nobel Barış Ödülü'ne hak kazanmıştır.¹²

Modern anlamda ilk kitle fonlaması diyebileceğimiz proje ise 1997 tarihinde gerçekleşmiştir. 1997 yılında İngiliz müzik grubu Marillion'un turneye çıkacak maddi kaynağı olmadığı için bu turnenin gerçekleşmesini isteyen hayranlarından destek talep etmiştir. Hayranlarının bağışlarıyla birlikte turne için gerekli 60.000 dolarlık para toplanmış ve bu olay tarihteki ilk modern kitle fonlaması projesi özelliği olarak yerini almıştır.¹³ Sanat alanında gerçekleşen projelere kitlelerin kaynak sağlaması hususundaki pozitif eğilimi kitle fonlaması yönteminin yaygınlaşması ve kurumsallaşmasında önem arz etmiştir. 2001 yılında dünyada bir ilk olarak nitelendirilebilecek kitle fonlaması platformu olarak görülen ArtistShare kurulmuştur. ArtistShare, sanatçıların ve özellikle ressamların projelerini sunarak fonlama ve sermaye bulabildikleri bir platform olarak ortaya çıkmıştır ve hala aktif olarak kullanılmaya devam etmektedir.¹⁴

ArtistShare'ın faaliyetleri akabinde kurulan diğer kitle fonlaması platformlarının da sektöre girmesi ile kitle fonlaması daha da yaygınlaşmıştır. 2007 yılında Indiegogo ve 2009 yılında Kickstarter gibi dünyanın en ünlü ve kitle fonlaması konusunda lider konumda olan platformlar hizmete geçmiştir.¹⁵ 2008 global ekonomik krizi ile kredi maliyetlerinin artması ve kaynaklara ulaşımın özellikle belirli bir dönem için daha da zorlaşması sebebiyle kitle fonlaması kaynak arayanlar için alternatif bir finansman yöntemi olarak öne çıkmıştır. Bu durum kitle fonlaması projelerinin büyük bir hızla artmasına ve kitle fonlaması platformlarının giderek popülerleşerek bireysel girişimciler tarafından kullanılmasına sebep olmuştur.

¹² <https://www.britannica.com/biography/Muhammad-Yunus> (Erişim Tarihi: 20.12.2021).

¹³ <https://www.startups.com/library/expert-advice/history-of-crowdfunding> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

¹⁴ <https://www.artistshare.com/about> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

¹⁵ **VURAL**, Aslı, Girişimciler İçin Yeni Nesil Bir Finansman Modeli "Kitle Fonlaması - Crowdfunding: Dünya ve Türkiye Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme ve Model Önerisi, Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2019, s.60.

2009-2015 yılları arasında kitle fonlaması ekonomisi ve istatistikleri büyük bir hızla yükselişlerini arttırmıştır. Yapılan araştırmalara göre 2011 yılında kitle fonlaması piyasası 2009'da dünyadaki ekonomik hacmini 3'e katlayarak 1,5 milyar dolarlık bir ekonomik genişliğe ulaşmıştır. Bu gelişmelerden yararlanan platformların sayısı da beklendiği gibi giderek artmış ve kitle fonlaması yoluyla 2015 yılına kadar toplanan finansman 2,7 milyar dolar civarında iken, 2015 yılında toplanan finansman miktarı neredeyse 10 kat artarak 24,4 milyar dolara ulaşmıştır.¹⁶

Gerçekleşen ekonomik değişimler ve kurulan çok sayıda kitle fonlama platformuna ek olarak 2012 yılında kitle fonlamasını ilgilendiren çok önemli bir gelişme yaşanmış, kitle fonlaması hukuki olarak ABD mevzuatı kapsamında tanımlanarak kanunlaştırılmıştır. Nisan 2012 tarihinde ABD'de JOBS (Jumpstart Our Businesses Startups) kanunu yürürlüğe girmiş¹⁷ ve kanunla kitle fonlaması Amerikan hukuk sisteminin bir parçası olarak hukuki bir altyapı ve temel kazanmıştır. O dönemde "Kitle Fonlaması Kanunu" olarak da bilinen JOBS Kanunu, kitle fonlaması ve küçük işyerlerinin kitle fonlamasına ulaşımı konusundaki zorlukları ve şartları hafifletmekle beraber hisse bazlı kitle fonlamasını ABD'de kanunlara uygun hale getirerek bu önemli kitle fonlaması türünün önünü açmıştır. ABD'deki hukuki düzenlemeleri takip eden Avrupa Birliği'nde kitle fonlaması mevzuatına ilişkin görüşmeler ve süreç 2014 yılında başlasa da tüzük taslağının oluşturulması 2018 yılını bulmuştur. 2018 yılında taslağı oluşturulan Kitle Fonlaması Hizmet Sağlayıcıları Tüzüğü (Crowdfunding Service Providers Regulation) tüzük taslağının kanunlaşması ancak 2020 yılında gerçekleşmiştir.

Covid-19 salgınıyla birlikte dünya ekonomileri büyük ölçüde zarar görüp ekonomik büyüme duraklamış olsa da yapılan araştırmalara göre salgın sonrası 2020-2025 yıllarında dünya üzerinde kitle fonlamasının %16'lık büyüme göstereceği öngörülmektedir. Bunun yanı sıra 2019 yılında toplam 6.445.080 olan dünya üzerindeki kitle fonlaması proje sayısının 2025 yılına kadar 3 katına çıkacağı da öngörüler arasındadır. Son yıllarda ise Kickstarter gibi büyük kitle fonlaması platformlarında en

¹⁶ <https://www.startups.com/library/expert-advice/history-of-crowdfunding> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

¹⁷ <https://www.govtrack.us/congress/bills/112/hr3606/text> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

hızlı ve yoğun destek toplayan projelerin video oyun ve yazılım geliştirme projeleri olduğu belirtilmektedir.¹⁸ 2018-2020 yılları arası yapılan araştırmalar neticesinde kitle fonlaması ekonomisinin yoğunluğundaki artışlar hız kaybetmeden devam etmiştir. PricewaterhouseCoopers tarafından 2019 yılında yayımlanan “Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması Raporu’na” göre İsviçre’de kitle fonlaması 2017 yılına kıyasla 2018 yılında %40 artış göstermiştir. Bunun yanı sıra İsviçre’deki kitle fonlaması platformlarında da gözle görülür bir artış olmuştur.¹⁹ Özetle, kurumsal yapısına ve hukuki alt yapısına ulaşması çok eskilere dayanmasa da kitle fonlaması kurumunun giderek yaygınlaşarak finansman yöntemleri arasında çok önemli bir yer edinmeye başlayacağı ve giderek ekonomik etkisini arttırarak geleneksel finansman yöntemlerine bir alternatif olarak büyümeye devam edeceği kanaatindeyiz.

D. Türkiye’de Kitle Fonlaması

21.yy’da ortaya çıkan küresel ve bölgesel ekonomik krizler sebebiyle start-up, KOBİ gibi girişimcilerin ve iş fikirlerinin sermaye ve fona ulaşma imkânı azalmış, bu durum da yeni girişimlerin ve şirketlerin kurulmasını veya kurulsa dahi kaynak ihtiyacını karşılamaya devam etmesini engelleyerek ticarete uzun süre boyunca kalmasını zorlaştırmıştır. Ancak girişimcilerin ucuz ve masrafsız sermaye talebinin artışı sonucunda Avrupa, ABD ve Asya’da kitle fonlaması uygulamalarına yönelik eğilim büyük bir hızla yükselmiş, yaygınlaşmış ve popülerleşmiştir. Türkiye’de ise dolandırıcılık ve/veya bu suçun işlenmesi amacıyla örgüt kurmak gibi pek çok suçun işlenmesine ve cezaların verilmesine ilişkin kötü tecrübelerin vukuu bulduğu 2000’li yıllarda kitle fonlaması veya benzeri uygulamalar, dünyanın genelindeki gelişmelerle uyumsuz bir şekilde genel eğilimin aksine halk ve kanun koyucu tarafından yeterli ilgiyi çoğunlukla görememiştir. Ülke tarihinde benzer konularda yaşanan kötü tecrübelerden ötürü kanun koyucunun da bu alanda sıkı tedbirlerin uygulanmasını gerekli görmesiyle; yardım toplamaya yetkili kişi ve kuruluşların ve bunların yardım toplayabileceği amaçların belirlendiği ve yardımın toplanmasına, kullanılmasına ve denetlenmesine

¹⁸ <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/crowdfunding-market> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

¹⁹ https://www.pwc.ch/en/publications/2019/Crowdlending%20Survey%202019_EN.pdf (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

ilişkin usul ve esasların düzenlendiği 2860 sayılı Yardım Toplama Kanunu Resmi Gazete’de yayınlanarak ilk kez yürürlüğe girdiği 23 Haziran 1983 tarihinden beri yürürlükte kalmış ve uygulanmıştır.²⁰ Bunun yanında 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe giren Türk Ticaret Kanunu’nun 552. maddesi ile halktan para toplamak ve üstelik halka bu konuda çağrıda bulunmak, şirketler için aynı zamanda cezai yaptırım olan hukuki bir boyut kazanmıştır.²¹ Toplumsal algılarda genellikle imece olarak bilinen kitle fonlaması uygulamalarının dünyada ve çok geçmeden Türkiye’de de yaygınlaşmasına kadar geçen sürede bu tedbirli bakış açısına ve yaklaşıma uzun yıllar devam edilmiştir.

İnsanların çoğu zaman halktan para toplayan gerçek ve tüzel kişiler tarafından mağdur edilmesi sebebiyle kitle fonlaması platformlarının faaliyetlerine karşı tedbirli olunarak kanun koyucu tarafından aşamalı bir sürecin öngörülmesi ve uzun yıllardır faaliyet gösteren borsada dahi para kazanmanın ancak “tüyo” ile mümkün olduğuna ilişkin toplumda algının olması; sermaye piyasalarının gücünü zayıflatmaktadır. Dolayısıyla Türkiye’de sermaye piyasası faaliyetlerinin ve araçlarının yaygınlaşarak sermaye piyasasında verimliliğinin ve istikrarın artması; ancak sermaye piyasasına güven duyulması sağlanarak bu toplumsal çekimserliğin ve olumsuz algının zayıflatılması suretiyle mümkün olabilecektir.

Sermaye piyasası, tarihsel açıdan 1854 Kırım Savaşı’nda borçlanma senetleri olan tahvillerinin ihraç edilmesiyle başlamış olmasına karşın Türkiye’de sermaye piyasasında regülasyon yapılarak ilk mevzuat karşılığını bulması yukarıda zikredilen sebeplerle 1980 yıllarını bulmuştur.²² Güncel ve modern sermaye piyasalarına ilişkin mevzuat düzenlemelerinin yürürlüğe girerek uygulanmaya başlanması ise 2012 yılına kadar sürmüştür. Akabinde ise sermaye piyasalarının dinamik ve değişken bir yapıda olması sebebiyle birçok kez revizyon ihtiyacı duyulan mevzuata özellikle Sermaye Piyasası Kanunu’nda 2017 yılında değişiklik yapılmasıyla ve 2019 ve 2021 yıllarında

²⁰ RG., T. 25.06.1983, S. 18088.

²¹ Türk Ticaret Kanunu m. 552:

“(1) Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri saklı kalmak kaydıyla, bir şirket kurmak veya şirketin sermayesini artırmak amacıyla yahut vaadiyle halka her türlü yoldan çağrıda bulunularak para toplanması yasaktır.”

²² **GÜNDOĞDU**, Aysel, Sermaye Piyasası Hukuku, 3.Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018, s. 151.

ikincil düzenlemelerin eklenmesiyle birlikte kitle fonlaması yoluyla halktan para toplanması süreci de Türk sermaye piyasaları mevzuatına dahil edilmiştir.

Sermaye piyasası mevzuatının düzenlenmesiyle Türkiye’de kitle fonlaması uygulamalarının benimsenmesi ve yaygınlaşması üzerine kurulan ilk kitle fonlama platformu, 2010 yılında “Projemefon” adıyla kurulan platform olmuştur. Ödül bazlı olarak faaliyet göstermek üzere kurulan bu platform daha sonradan 2013 yılında devredilip yönetimi değiştirilerek “crowdFON” ismini almıştır. CrowdFON gibi günümüze kadar birçok projeye kitle fonlaması yoluyla fon sağlanmasına aracılık eden fonGOGO, Arıkovanı, Fonbulucu, Fonlabeni, Buluşum ve İdeanest adlı kitle fonlaması platformlarının hepsinin kuruluşunda faaliyet konusunun, ödül/bağış bazlı kitle fonlaması modelleri kapsamında projelere fonlama sağlanmasına aracılık yapması amacına dayanmasının sebebi, Türkiye’de uzun bir süre yalnızca bağış ve ödül bazlı kitle fonlama faaliyetinin mümkün kılınması ve bunlar dışında pay veya borçlanmaya dayalı olan yatırım bazlı kitle fonlama modellerinin uygulanmasına karşı yasal engellerin meydana getirilmesi olmuştur.²³

Türkiye’de ödül ve bağış bazlı kitle fonlama modellerinin yanında yatırım bazlı kitle fonlama modellerinin uygulanabilirliği, paya dayalı kitle fonlama yoluyla halktan para toplanmasına ilişkin usul ve esasların düzenlendiği Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1)’nin 2019 yılında yürürlüğe girmesiyle mümkün kılınmıştır. İki senelik bir sürenin ardından ise 2021 yılında yürürlüğe giren Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2) ile borçlanmaya dayalı kitle fonlama yoluyla halktan para toplanması faaliyeti mevzuatımıza girmiştir. İkincil düzenlemelerin Türk mevzuatına girişinin ardından Sermaye Piyasası Kurumu’ndan kuruluş izni alan ve 2021 yılı itibariyle de listeye alınıp halihazırda kitle fonlaması yoluyla fon toplanmasına aracılık faaliyeti gösteren platformlar ise şimdilik Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Global Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Dijital Kitle Fonlama Platformu A.Ş. ve İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’den ibarettir.²⁴

²³ ANBAR, s. 249-250.

²⁴ <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/6/2> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

II. KİTLE FONLAMASININ TÜRLERİ

Dünya üzerindeki kitle fonlaması uygulamalarına baktığımızda; fon sağlayıcı yatırımcılara fon sağlama karşılığında bir getirinin önerilip önerilmediğine ve önerilmesi halinde bu getirinin türüne ve niteliğine göre şekillenen ve “yatırım bazlı olanlar” ve “yatırım bazlı olmayanlar” olarak 2 temel başlık altında değerlendirebileceğimiz dört tür kitle fonlaması modellemesi öne çıkmaktadır: Bağış Temelli Kitle Fonlaması, Ödül Temelli Kitle Fonlaması, Paya Dayalı Kitle Fonlaması ve Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması.

Kitle fonlaması yoluyla fon sağlanmasında hangi fonlama modelinin kullanılacağı; fon arayışında olan kişilerin fon sağlayanlardan talep ettikleri fon tutarına ve kitle fonlaması yoluyla elde edilecek fonun kullanım amacı fon talep eden kişiler tarafından değerlendirilerek belirlenmektedir. Bağış ve ödül temelli kitle fonlaması modellerinin genelde tek ve daha küçük ölçekte fon ihtiyacı duyulan bir projenin finanse edilmesi amacıyla; paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması modellerinin ise daha orta ve uzun vadeli ve daha büyük ölçekte fon arayışında olunan projelerin finanse edilmesi için kullanıldığı söylenebilir.²⁵ Finansal yönden etki oluşturan kitle fonlama modellerinde yatırım bazlı olmayan kitle fonlama modellerinin aksine yatırımcının amacının yatırım yapmış olduğu projenin başarıya ulaşarak gelir elde edilmesi olduğu da açıkça görülebilecektir.²⁶ Yatırım bazlı kitle fonlaması modellerinde yatırımcıların melek yatırımcılardan ve fonlardan farklı olarak finansal hacim olarak daha mütevazı bütçeler ile girişimlere yatırım yaptıkları tespit edilmektedir.²⁷

A. Yatırım Bazlı Olmayan Kitle Fonlama Modelleri

1. Bağış Temelli Kitle Fonlaması

Bağış temelli kitle fonlaması, online platformlar üzerinden girişimcilere fon sağlamak isteyen kişiler ile fon arayışında olan kişilerin bir araya getirildiği ve kitle

²⁵ SAKIZLI, Emre, Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitle Fonlama, İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, Dünya Süper Web Ofset, 2018, s. 14.

²⁶ ÖZER, Aslı, Kitle Fonlaması, Yüksek Lisans Tezi, Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul, 2020, s.28

²⁷ AKBULAK, Yavuz, Paya Dayalı Kitle Fonlamasının Temelleri, Leges Hukuk Dergisi, Cilt: 10 , Sayı:120, 2010, s. 58.

fonlama sürecinde ortaya çıkan ilk tür olarak karşımıza çıkmakta olup²⁸ tamamen yardım etme amacıyla ve herhangi bir kazanç veya edinim beklemeyen yatırımcıların girişimcilere finansal destek sağladıkları bir sistemdir.²⁹

Bu türde bağışçılar projeye duydukları ilgi, beğeni veya duygusal bağ nedeniyle projenin başarıya ulaşmasını ummakta ve/veya projenin ileride gelişeceğine ve yararlı bir sonuç doğuracağı inancında oldukları için tamamen bağış yapma amacıyla ve karşılıksız olarak projeyi fonlamaktadır. Bu noktada yatırımcıların girişimcilere bağış niteliğinde fon sağlamaları; hayırseverlik, sosyal sorumluluk, yardım etme, topluma destek ve yararlı olma gibi içsel ve sosyal güdü ve motivasyonlara dayanmaktadır.³⁰

Günümüzde Kiva gibi bağış temelli kitle fonlama platformlarının faaliyet gösterdiği³¹ bu modelde yatırımcılar, projenin gerçekleşmesi veya gelişmesi için ihtiyaç duyduğu kaynağa ulaşması adına küçük miktarlarda bağışlar yapmaktadır.³² Dolayısıyla bu tür fonlamalar genellikle çok düşük miktarlardaki bağışlardan oluşmakla birlikte; bu şekilde düşük miktarda bağış yapabilecek kişi sayısının çok olabilmesi sebebiyle proje kapsamında hedeflenen fon miktarına ulaşılması mümkün olabilmektedir.

2. Ödül Temelli Kitle Fonlaması

Yatırım bazlı olmayan kitle fonlama modellerinden bir diğeri olan ödüle/ön alıma dayalı kitle fonlamasında³³ ise projenin hedeflediği fonu sağlaması koşuluyla

²⁸ KÜÇÜKGÜNGÖR, s.31; STEINHOFF, Robert, The Next British Invasion Is Securities Crowdfunding; How Issuing Nonregistered Securities Through The Crowd Can Succeed In The United States, University Of Colorado Law Review, Cilt:86, Sayı:2, 2015, s. 669; DE BUYSERE, Kristof / GAJDA, Oliver / KLEVERLANN, Ronald/ MAROM, Dan/KLAES, Matthias, A Framework for European Crowdfunding, European Crowdfunding Network (ECN), 2012.

²⁹ MANAVGAT, Çağlar, Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, 1. Baskı, İstanbul, Onikilevha Yayıncılık, 2019, s. 772.

³⁰ ÜNSAL, Savaş, Kitleli Fonlama İş Yapma Yöntemini Değiştirecek Yeni Sistem, 2. Baskı, İstanbul, Ceres Yayınları, 2017. s. 22.

³¹ <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/870384> (Erişim Tarihi: 14.01.2022).

³² ÇONKAR, Mehmet Kemalettin / CANBAZ, Muhammet Fatih, Kitle Fonlaması Finansman Yöntemi, Türkiye'de Sistemin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 2, 2018, s. 122.

³³ Bu iki modelin birbirinden, fon sağlayıcısına fon sağlama karşılığı verilen ödülün niteliğine göre değiştiğine ilişkin görüş için bkz. DE BUYSERE, Kristof / GAJDA, Oliver / KLEVERLAAN, Ronald / MAROM, Dan, A Framework For European Crowdfunding, <https://www.fundraisingschool.it/wp-content/uploads/2013/02/European-Crowdfunding-Framework-Oct-2012.pdf>, 2012, s.10. (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

yatırımcılar, projeye sundukları katkıları karşılığında bir ödüle/ürüne kavuşurlar.³⁴ Bu ödül, faiz veya girişimden elde edilecek bir kazanç niteliği taşımamakta; teşekkür yazısı, etkinlik daveti, plaket, yatırımcıların isimlerinin kamuya açıklanması, proje toplantısına özel davet gibi genelde kişileri onurlandırmak, onlara manevi tatmin sağlayan veya özellikle projenin bir ürünün üretilmesine ilişkin olması halinde proje konusu ürünün bedelsiz veya indirimli verilmesi³⁵ veya bir çanta, saat, şapka gibi maddi niteliği düşük olan sembolik bir ödül niteliğinde olmaktadır.³⁶

Girişimciler bu modelde, projeleri için toplanmasını hedefledikleri fon miktarına ulaşabilmek için fonlama yapan yatırımcılara ödüller vermeyi vadederek daha fazla fon çekmeye çalışmaktadır. Girişimciler, daha fonlamanın başında fon sağlayıcılara verilecek ödülleri ve bunların kazanılması için aşılması gereken bağış eşikleri belirlemektedir.³⁷ Verilecek ödüllerin, sağlanan fon miktarına göre değeri ve niteliği değiştiğinden ve fon sağlayanlar, sağladıkları fonun geçtiği bağış eşikine göre ödüllere kavuştuğundan; fon sağlayacak kişiler daha yüksek değerli ödül kazanmaya ve dolayısıyla daha yüksek miktarda fon sağlamaya motive edilmiş olmaktadır.

Günümüzde Kickstarter ve IndieGoGo gibi temelli kitle fonlama platformlarının faaliyet gösterdiği³⁸ bu model, dünya genelinde ve ülkemizde de uygulanan kitle fonlaması modeli olup özellikle eğlence ve sanat sektöründe faaliyet gösteren kişilerce kullanılmaktadır.

³⁴ **BRADFORD**, Steven C. , Crowdfunding and the Federal Securities Laws, Columbia Business Law Review, Cilt: 8, Sayı: 1, 2012, s. 16.

³⁵ Fon sağlayıcısına, girişimcinin pazara sunacağı proje konusu ürünün bedelsiz veya pazardan daha ucuz bir bedelle önceden satın alma hakkının verilmesinin, ödül temelli kitle fonlama faaliyeti kapsamına girmeyerek ön alım temelli kitle fonlama faaliyetine özgü olduğuna ilişkin görüş için bkz. **CAN**, Reyhan / **BAŞARAN**, Nizamettin, Yeni Bir Finansman Modeli, Kitle Fonlaması, Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 2, 2020, s. 59.

³⁶ **KÜÇÜKGÜNGÖR**, s. 32.

³⁷ En düşük eşik geçiren kişilere teşekkür yazısı gönderilmesi, ikinci eşik geçenerlere proje markasının logosunun basılı olduğu kıyafetlerin hediye edilmesi, üçüncü seviye eşik geçenerlere proje konusu üretilen eşyanın piyasa fiyatının daha altına satılması veya ön siparişe açılması gibi.

³⁸ https://acikbilim.yok.gov.tr/bitstream/handle/20.500.12812/340835/yokAcikBilim_10291687.pdf?sequence=-1&isAllowed=y (Erişim Tarihi: 03.01.2022).

B. Yatırım Bazlı Kitle Fonlama Modelleri

1. Paya Dayalı Kitle Fonlaması

Yatırım bazlı kitle fonlama modellerinden biri olan paya/ortaklığa dayalı kitle fonlamasında insanlar ilgi duydukları projelere yukarıda zikredilen yatırım bazlı olmayan modellerde olduğu kadar duygusal güdü ve manevi saiklerden ziyade kar elde etmeye yönelik profesyonel yatırım amaçlarıyla yatırım yapmaktadırlar. Günümüzde CircleUp, EquityNet gibi paya dayalı kitle fonlama platformlarının faaliyet gösterdiği bu modelde³⁹ yatırımcılar, girişim şirketine sağladıkları fonların şirket sermayesindeki payı oranında ortaklık elde etmekte ve şirketlerin elde edeceği kardan pay elde etmeleri sağlanmaktadır.

Özellikle yeni kurulmuş, yeni iş fikri veya projeleri olan girişim ortaklıklarında görülen bu modelde fon sağlayan kişiler, projelere sağladıkları finansal destek karşılığında projenin sahibi olan girişim şirketinden pay satın almaktadır. Projeye fon toplanmasına ilişkin düzenlenen kampanya sonunda projenin başarılı olması halinde fon sağlayıcıların sahip olduğu hisse değerleri artarak kar elde edildiği; başarısız olması halinde ise hisse oranında zarar edilerek projeye sağlanan yatırım kaybedildiği için fon sağlayıcı yatırımcılar bu modelde, fon sağladıkları projelerin ait olduğu girişim şirketlerinde pay sahibi olmanın getirilerini ve risklerini üstlenmiş olmaktadır.⁴⁰

2. Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması

Yatırım bazlı kitle fonlama modellerinden diğeri olan ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması sisteminde girişimcilerin, projelerine fon sağlayan yatırımcılara sağladıkları fon karşılığında borçlanması söz konusu olup kişilerin eğitim, sağlık, tatil, düğün, konut/araba alma gibi konularda ihtiyaç duyduğu fonun karşılanması mümkün olabileceği gibi küçük işletmelerin, girişimci ve girişim şirketlerinin projelerini hayata geçirmeleri için ihtiyaç duydukları finansal desteğin karşılanması da mümkündür.

³⁹ <https://www.rumelihukuk.com/kitle-fonlamasi-crowdfunding> (Erişim Tarihi: 07.01.2022).

⁴⁰ İŞLER, Serhat T. , Modern Finansmanda Yeni Bir Dönem: Kitle Fonlama-Crowdfunding, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Gösterge, Cilt:1, Sayı:2, 2014, s. 58.

Günümüzde Prosper ve Lenders Club gibi borçlanmaya dayalı kitle fonlama platformlarının faaliyet gösterdiği⁴¹ bu modelde girişimciler, küçük tutarlarda borç veren çok sayıdaki yatırımcı tarafından platformlar aracılığıyla finanse edilmekte ve girişimciler ödünç/borç alınan bu parayı daha sonra faiziyle birlikte yatırımcıya geri ödeme borcu altına girmektedir. Dolayısıyla yatırımcıların bu yöntemle fon sağlayarak elde ettiği getiri, faize dayanmaktadır.

Girişimcilerin geleneksel kredi kurumlarından borç almak yerine borca dayalı kitle fonlaması modelini tercih etmesinin sebebi ise borçlanma maliyetlerinin düşük, erişim imkânının kolay ve ihtiyaç duyulan fonun sağlanmasında kefil veya teminat aranmamasıdır. Böylelikle girişimciler bankalar gibi kredi sağlayan kurum ve kuruluşlara başvurmadan faizle borçlanarak fon elde ederken; yatırımcılar da sağladıkları fonu genellikle mevduat faizi, repo gibi geleneksel para piyasası araçlarının getirisinden daha yüksek bir faiz oranıyla hesaplanacak faizle⁴² birlikte geri almakta ve kar etmektedirler. Uygulanacak faiz oranı ise kitle fonlama platformlarının sahip olduğu riskler, fon talep eden girişimcinin kişisel bilgi ve ödeme geçmişi, dönemin ekonomik durumu gibi faktörler dikkate alınarak belirlenmekle birlikte yatırımcıların girişimciler veya girişim şirketleri ile pazarlık yaparak farklı faiz getirileri elde etmeleri de mümkündür.⁴³

III. KİTLE FONLAMASININ FAYDALARI VE RİSKLERİ

A. Kitle Fonlaması Sisteminin Faydaları

1. Finansmana Ulaşımın Kolaylaşması

Dijitalleşme ile etkileşimi artıran en önemli unsurların başında gelen sosyal ağların oluşturduğu imkânlar ile girişimcilerin fonlanması, kitle fonlaması

⁴¹<https://legal.com.tr/blog/genel/borclanmaya-dayali-kitle-fonlamasi-faaliyetine-dair-spk-teblig-taslagindaki-duzenlemeler/> (Erişim Tarihi: 12.01.2022).

⁴² ANBAR, s. 245.

⁴³ ŞAHAP, Faruk, Girişimcilik Temelinde Alternatif Bir Finansman Modeli Olan Kitle Fonlaması ve Türkiye'deki Yatırımcılarına Yönelik Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2020, s. 57.

platformlarının getirdiği en önemli avantajlardan biridir.⁴⁴ Tarafların sosyal ağlar üzerinden eşit taraflar olarak birbirine ulaşma imkânı sağlaması aynı zamanda girişimciler ve yatırımcılar arasında adil bir şekilde birbiri ile tanışma ve finansmana erişme imkânı sağlayarak ayrımcılığın azaltıldığı kolay erişilebilir bir fonlama sisteminin önünü açmaktadır. Kitle fonlaması platformlarının dijital ve uluslararası özelliklere sahip olması ile fon arayışının kolaylaşması gibi sebeplerden ötürü özellikle küçük girişimcilerce çokça tercih edilmektedir. İstenildiği zaman herhangi bir sınırlama olmadan kullanılabilme, hızlı şekilde proje sunabilme ve yatırımcılar için de yatırım portföylerini daha kolay yönetebilme gibi özellikler sunması sayesinde ilişkinin tarafı olan yatırımcı ve girişimciler için kitle fonlaması platformları büyük kolaylık sunmaktadır.⁴⁵ Belirtilen özelliklere ek olarak uluslararası yatırımcıların da üye olabileceği platformlar değerlendirildiğinde, global ölçekte bir yatırımcı ağına ulaşılmasına imkân sağlanmakta, finansman sağlanması için girişimcilerin farklı ülke ve bölgelerden yatırımcıları çekebilmesi için platformlar bir önemli bir mecra olma özelliği taşımaktadır.⁴⁶

Kitle fonlaması kapsamında girişimciler kaynak yaratmaya çalışırken birebir yapılan yatırım süreçlerine göre yatırımcı bulma ve ikna süreçleri çok daha kurumsal bir yapıda gerçekleşmekte olup, yatırımcının ikna edilmesi konusunda yürütülmesi gereken birebir iletişimin de dahil olduğu pek çok süreç bypass edilmektedir.⁴⁷ Tüm bu sebepler ışığında kitle fonlamasının yatırımcılara ve finansmana ulaştırmayı kolaylaştırdığı, daha metodik ve daha az çaba gerektiren bir süreç öngördüğü söylenebilecektir.

⁴⁴ ZENGİN, Sinemis / YÜKSEL, Serhat / KARTAL, Mustafa Tevfik, Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye'ye Faydaları, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi, Cilt:1, Sayı:2, 2017, 2018, s. 22-24.

⁴⁵ KIRBY, Eleanor / WORNER, Shane, Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, Cilt:1, Sayı:1, 2014, s. 26.

⁴⁶ AGRAWAL, Ajay / CATALINI, Christian/GOLDFARB, Avi, Some Simple Economics of Crowdfunding, Innovation Policy and The Economy, Cilt:14, Sayı:1, 2014, s. 4.

⁴⁷ MACHT, Stephanie / WEATHERSTON, Jamie, The Benefits of Online Crowdfunding for Fund-Seeking Business Ventures, Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance, Cilt:23, Sayı:1-2, 2014, s. 9.

2. Düşük Finansman Maliyetleri

Kitle fonlaması platformlarının internet üzerinden hizmet vermelerinden dolayı girişimcilerin yürüttükleri yatırım süreçleri ve görüşmeleri sırasında katlanmak zorunda olduğu masrafların bu uygulamada olmaması finansman arama maliyetlerini de düşürmektedir. Bu durum özellikle daha küçük ölçekteki ve ilk aşamadaki girişimciler için kritik seviyelerde bir fark yaratmakta ve projelerini hayata geçirme şanslarını arttırmaktadır. Yatırım bulma süreçlerinde oluşan masraflardan bir diğeri de coğrafi farklılıklardan doğan masraflardır. Kitle fonlaması platformları üzerinden elde edilecek finansman sürecinde insan gücü ve birebir iletişime duyulan ihtiyacın minimize edilmiş olması sayesinde sürecin maliyetleri daha uygun olmaktadır.⁴⁸ Finansman sürecindeki idari masrafların daha düşük olması elde edilecek gelir üzerinden oluşacak finansal katkı oranını arttırmaktadır.⁴⁹

B. Kitle Fonlaması Sisteminin Riskleri

1. Girişimci Kaynaklı Riskler

Kitle fonlaması kampanyaları başarı ile sonuçlansa da pek çok girişimci için kampanya sürecinde ilan ettikleri proje girişimcilerin ilk ticari girişimleri olmaktadır. Bu bağlamda, girişimcinin ticari tecrübe eksikliği, projesine ilişkin süreç ve ekip yönetimi tecrübesinin sınırlı olması sebebiyle proje konusu ürün veya hizmetin ticarileşmesi sürecinde elde edilen kaynağın doğru kullanılamaması sebebiyle oluşan başarısız olma riski yatırımcı için sayılabilecek risklerin başında gelmektedir.⁵⁰ Yine bu doğrultuda girişimci tarafından yapılacak hataların başında ticari ve finansal tecrübesinin sınırlı olması sebebiyle gerekli olacak finansman konusunda tutarlı olmayan hedeflerin konulması gelmektedir.⁵¹ Bu durumda kampanya başarı ile sonuçlanmasına rağmen sağlanacak finansmanın yetersiz olması durumunda proje başarı ile sonuçlanmayabilecektir. Bu durumda projelerin başarısız olma ve şirketlerin iflas etme ihtimali ortaya çıkmakta, paya dayalı kitle fonlaması sisteminde ise bu risk

⁴⁸ KIRBY / WORNER, s. 24.

⁴⁹ KIRBY/ WORNER, s. 22.

⁵⁰ LEHNER, Othmar M. / GRABMANN, Elisabeth / ENNSGRABER, Carina, Entrepreneurial Implications of Crowdfunding as an Alternative Funding Source for Innovations, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, Cilt:17, Sayı:1-2, 2015, s.182.

⁵¹ AGRAWAL / CATALINI / GOLDFARB, s. 9.

daha da artmaktadır.⁵² Tüm bu hususlar göz önünde bulundurulduğunda geleneksel finansman yöntemleri ile kıyasen değerlendirildiğinde girişimlerin finansmanı açısından riskin, yatırımcı bakımından daha yüksek olacağı görülmektedir.

2. Platformlarda Oluşabilecek Riskler

Kitle fonlaması platformları incelendiğinde, pek çok kitle fonlaması platformunun uluslararası yatırımcılara açık ve uluslararası standartlara uygun şekilde hizmet verdiği görülebilecektir. Bu durumun yatırımcı niteliğini ve niceliğini artırması açısından olumlu görmek gerekir kanaatindeyiz. Ancak bu durum girişimci ve yatırımcının farklı ülkelerde olması sebebiyle uygulanacak hukuk ve kanunlar ihtilafı açısından muhtemel uyuşmazlıklarda hukuki tartışmalara sebebiyet verebilecektir.

Kitle fonlaması sürecinde oluşabilecek platform kaynaklı risklerden biri de kendisi de bir işletme ve girişim olan platformların ekonomik olarak başarılı olamaması sebebiyle ticari faaliyetlerine son vermesi ve bu durumda ekonomik başarısızlıktan ötürü kapanmak zorunda kalması halinde özellikle devam eden kampanyalar veya fon aktarma sürecinde olan kampanyalara dahil olan girişimci ve yatırımcıların hukuki durumuna ilişkindir. Bu durumda kitle fonlaması süreci tarafları arasındaki sözleşmesel ilişkiler bağlamında hukuken belirsizlik durumu oluşabilecektir.⁵³

3. Dolandırıcılık Riski

Kitlelerin sermaye olarak yönlendirildiği kitle fonlaması kampanyaları kötü niyetli kişiler tarafından para aklama veya dolandırıcılık sebebiyle kullanılma riski ile karşı karşıyadır.⁵⁴ Kitle fonlaması sürecindeki kampanyalarda girişimcilerin yatırımcılara sunduğu bilgilerin gerçek ile bağdaşmaması veya diğer sebeplerden dolayı dolandırıcılık riski kitle fonlaması platformlarında önemli riskler arasında görülmektedir.⁵⁵

⁵² KIRBY / WORNER, s. 24; AGRAWAL / CATALINI / GOLDFARB, s. 19.

⁵³ ÖZDEMİR, s.65.

⁵⁴ <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/updated-11> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

⁵⁵ PEREZ, Beatrice / MACHADO, Sara R. / ANDREWS, Jerone T.A. / KOURTELLIS, Nicolas, I Call BS: Fraud Detection in Crowdfunding Campaigns, 2020, s. 3.

Türkiye’de özellikle bilişim suçları açısından her geçen gün işlenen dolandırıcılık suç oranı artmakta olduğundan, kötü niyetli kişilerce kitle fonlaması platformları bu kişiler için birer araç haline gelmektedir. Basında da kendisine sıklıkla yer bulan ve yüzbinlerce kişinin mağdur olduğu basında da yer alan Çiftlikbank dolandırıcılığı gibi halktan para toplanması yoluyla işlenen pek çok dolandırıcılığın olduğu ülkemizde kanun koyucu, şirketlere getirdiği halktan para toplama yasağı ile buna engel olmaya çalışmaktadır. Ancak Türk hukuku çerçevesinde bu yasağın istisnasını oluşturan ve diğer sermaye piyasası araçları için öngörülen detaylı idari ve hukuki incelemelerin bir kısmından muaf tutulan kitle fonlaması süreci bu açıdan kötü niyetli kişiler için bir araç olarak görülme riskini taşımaktadır. Özellikle bağış bazlı kitle fonlaması sisteminde bir sivil toplum projesi yaptığını iddia eden girişim elde ettiği fonla birlikte kayıplara karışabilecek ve yapılan bağışlar boşa gidebilecektir. Bunun dışında kitle fonlaması işlemlerinin gerçekleştiği internet siteleri web temelli sistemler oldukları için internet aracılığı ile işlenebilecek diğer suçlar arasında yer alan banka hesaplarının hacklenmesi, kimlik bilgilerinin çalınması ve bunlar kaynaklı dolandırıcılık suçlarının işlenmesi gibi riskler ile de karşı karşıya kalabilmektedir. Kitle fonlaması yukarıda belirtilen riskler çerçevesinde finansman arayan girişimler ve yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde, oluşturulan mevzuatın fayda ve risk parametresi çerçevesinde bir denge meydana getirmesi hedeflenmelidir.⁵⁶

⁵⁶ **KORKMAZ**, Özgecan, Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Lisansüstü Programlar Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul, 2020, s.13.

İKİNCİ BÖLÜM

KARŞILAŞTIRMALI HUKUK BAĞLAMINDA KİTLE FONLAMASI

I. GİRİŞ

Amerika Birleşik Devletleri, girişimler için önemli merkezlerden birisidir ve girişimlerin gelişmesi için finansal ve hukuki düzenlemeler de güçlü bir şekilde desteklenmektedir. Amerika’da kitle fonlamanın en önemli ve yaygın türlerinden birisi olan paya dayalı kitle fonlaması modeline ilişkin ilk çalışma “Startup America Initiative” olarak adlandırılan başlangıç aşamasındaki Amerikan Sermaye Şirketlerini Destekleme Programıdır. Bu düzenleme paya dayalı kitle fonlamasına dair özel düzenleme olarak 2012 yılında çıkmıştır ve bu konudaki ilk düzenlemeler arasında yer almaktadır. Sonrasında da Amerika kitle fonlaması mevzuatının geliştirilmesi sonucunda diğer ülkelere bu konuda örnek olmuştur.

Avrupa Birliği açısından ise; Türkiye Cumhuriyeti Devleti, 1999’daki Helsinki Zirvesi’nde resmi olarak Avrupa Birliği (AB) üyeliğine aday ülke statüsünü kazandığından beri uyum yasaları aracılığıyla AB’ye uyum sağlamaya çalışmaktadır.⁵⁷ Bu bakımdan Türkiye’nin yasal yönden örnek aldığı bloğun AB bloğu olduğu söylenebilecektir, keza Türkiye halen AB’ye aday bir ülkedir. Bu nedenle kitle fonlamanın Türkiye’deki geleceğinin şekil alması sürecinde kitle fonlamanın AB nezdindeki durumuna ve AB’deki düzenlemesine bakılması faydalı olacaktır.

II. AMERİKA VE AB HUKUKUNDA KİTLE FONLAMASI

A. JOBS Kanunu

Amerika başta Silikon Vadisi olmak üzere dünyanın en büyük girişimlerine ve girişim sermaye topluluklarına ev sahipliği yapmaktadır. Bu çerçevede girişimler için

⁵⁷ HAYDAR, Efe/HAN, Seyfi: Uyum Yasaları ile Türkiye’de “Yaşam Hakkı” Alanında Sağlanan Gelişmeler, Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 5, 2013, s. 115.

can suyu niteliğindeki kitle fonlaması kurumunun da hukuki olarak düzenlenmesi Amerika'daki girişimler için önem arz etmektedir.

Bu bağlamda JOBS Kanunu (Jumpstart Our Business Startups Act) 2012 yılında yürürlüğe girmiştir.⁵⁸ Bu kanunun temel amacı, girişimlerin özellikle de duraklama dönemi sonrasında fonlanmasını teşvik etmek ve fonlama imkânlarını genişletmektir.⁵⁹ Mevcut malvarlıklarına erişim sıkıntısı çeken ve bunun yanı sıra ilk dönem sermaye toplamaya çalışan girişimlere çevrimiçi platformlar aracılığıyla gerçek kişilere girişimlerin bir kısım hissesini satma imkânı bu kanunda tanınmıştır. Yatırım kitle fonlaması olarak adlandırılan bu kurum, Kickstarter veya KIVA gibi çevrimiçi platformlar aracılığıyla gerçek kişilerin fikirlerine veya iyiniyetli amaçlarına yönelik bağış ya da küçük çaplı borç verme uygulamasının yaygınlaşması sonucunda ortaya çıkmıştır.⁶⁰

Bağış temelli bu kitle fonlaması kurumları Amerika'da hukuka uygun olarak değerlendirilmekteydi. Fakat JOBS Kanunu yayınlanana kadar 1933 tarihli Securities Act (Menkul Kıymetler Kanunu) menkul kıymetlere dair katı kurallarından dolayı yatırım kitle fonlamasının uygulanması mümkün değildi.⁶¹ Amerika'da bu kanunun uygulanmasının olumlu etki doğuracağı fikri özellikle yatırım kitle fonlamasının diğer ülkelerde girişimler adına finansal ve hukuki açıdan güvenilir bir şekilde tercih edilmesine dayanmaktadır.

JOBS Kanunu Bölüm 304(a)(2) kapsamında gerekli düzenlemeler ve uygulamaya yönelik adımlar Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından yapılmaktadır. SEC tarafından aracı kuruluşlara dair düzenlemeler kapsamında aracı kuruluşlar sınırlı sayıda istisnadan yararlanarak kapsamlı düzenlemelere uymak zorundadır. Fakat kitle fonlaması platformları öncelikle JOBS Kanunu'ndaki düzenlemelere tabii oldukları için

⁵⁸ Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No. 112-106, 126 Stat. 306. JOBS Kanunu'nun detaylı ve karşılaştırmalı incelemesi ve eleştirisi için bkz. **THOMPSON**, Robert B. / **LANGEVOORT**, Donald C. , Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising, Cornell Law Review, Cilt:98, Sayı:6, 2013, s. 1604.

⁵⁹ **WEINSTEIN**, Ross S. , Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Expecting, Cornell International Law Journal, Cilt: 46, Sayı:2, 2013, s. 447.

⁶⁰ **BRADFORD**, Brigitte, Week in Review: The True Power of Crowdfunding, Cornell International Law Journal, Cilt: 46, 2013, s. 427.

⁶¹ **WEINSTEIN**, s. 448.

diğer aracı kuruluşlar gibi kapsamlı ve sınırlı hukuki düzenlemelere tabii değildir. Ayrıca JOBS Kanunu'nun uygulama alanı nedeniyle çeşitli kanunlardaki halka arz yoluyla fon sağlanmasına uygulanan mevcut kısıtlamalar kitle fonlaması platformlarına uygulanmayarak bu kısıtlamalar ilgili platformlar için genişletilmiştir (JOBS Kanunu, Bölüm 302 (a)). Bu kapsamda fon ihracı yapmak isteyen girişimciler, SEC veya başka bir kuruma kaydolmaksızın on iki aylık bir dönemde toplamda bir milyon dolar fon talep edebilmektedir.

Bu talebin gerçekleştirilmesi için bazı şartlar sağlanmalıdır:

- Fon toplama bir aracı veya fonlama platformu vasıtasıyla yapılması,
- İhraç eden girişimci tarafından detaylı kamuyu aydınlatma görevinin yerine getirilmesi,
- Bireysel yatırımcılara satılabilecek tutarın belirli miktarın altında olması.

Yukarıda zikredilen kademeli yatırım sınırlandırmalarına uyulması halinde belirtilen miktarlarda fon ihraç edilmesi mümkündür. Bu durum ayrıca Amerikan hukukunun yatırımcı kitlesine ve şartlarına dair kısıtlanmalar getirdiğinin bir göstergesidir.

JOBS Kanunu'ndaki önemli ve tartışmalı bir düzenleme ise tahvil edilen menkul kıymetlerin başkalarına devrine dair kısıtlamalardır. Kitle fonlaması çevrimiçi platformları tarafından ihraç edilen menkul değerler ihracı takip eden bir yıl içerisinde ihraççı, akredite yatırımcı, aile bireyleri veya kayıtlı bir halka arz haricinde kimseye devredilemeyecektir. Bu bağlamda kitle fonlamasının sosyal ve ekonomik yapısıyla girişim sermayelerinin nakit ihtiyaçları göz önüne alındığı vakit ilgili hisselerin çevrimiçi platformlar üzerinden ticareti uzun vadeli planlar olarak kurgulanmalıdır.⁶²

Ayrıca bu kanun eyaletlere çevrimiçi portallar üzerinden harç ve vergi alma imkânı vermektedir. Bu bağlamda harç ve vergilere dair eyaletlere imkân verilmesine rağmen konuya yönelik bir kılavuz yayınlanmaması, eyaletler arasında kitle fonlaması

⁶² <http://www.fsa.gov.uk/consumerinformation/productnews/saving-investments/crowdfunding> (Erişim Tarihi: 20.12.2021).

platformlarının kurulması ve yaygınlaşmasına dair bir rekabet ortaya çıkması öngörülmektedir.⁶³ Bu platformlar üzerinden yürütülebilecek herhangi bir dolandırıcılık faaliyeti de eyaletler tarafından denetlenebilecektir fakat güvenlik tedbirleri alma ve halka arza dair kuralları bu platformlara da uygulama konusunda eyaletlerin yetkileri sınırlandırılmıştır.

İlgi Kanun'daki yatırımcı koruma hükümleri kitle fonlamasının gelişimi ve yaygınlaşması için önem arz etmektedir. Öncelikle kitle fonlaması platformları şeffaf ve bilgilerini herkesin erişebileceği şekilde kurulmalıdır. Ayrıca kitle fonlaması platformları; broker ya da fonlama platformu olarak Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu (SEC) sistemine kayıtlı olarak faaliyet göstermek zorundadır. Bu ve benzeri düzenlemeler gerçek kişi yatırımcıları kitle fonlaması platformları vasıtasıyla girişimlere yatırım yapmadan önce koruma sağlamaya yöneliktir.

Fonlama sürecinde girişim sahiplerini de koruma amacıyla bazı tedbirler alınmaktadır. Bu çerçevede yatırımcılar kaybetme riskine dair bir taahhütname imzalamak zorundadır ve girişim sermayesi sektöründeki yüksek risklerin farkında olduklarını da açıkça beyan etmek mecburiyeti söz konusudur. Taahhütnamenin şekline ve içeriğine dair Kanun'da açık hükümler yer almamaktadır.

Fonlama sürecindeki diğer bir konu ise fiyatlandırmanın açıklanmasıdır ve bu durum hem kanunun geliştirilmesi hem de yatırımcıların korunması konularında önem arz etmektedir. Yatırımcıların kitle fonlaması platformlarına girdikleri andan itibaren yatırımı muhtemel hisselerin fiyatlandırılmasına dair hukuki ve finansal boşluklar söz konusudur. Bu nedenle fiyatlandırmaya dair meselenin çözümü de özellikle toplu davalar açısından sorun teşkil edecektir.⁶⁴

Kanun'un yanı sıra kitle fonlamasına yönelik ikincil düzenlemeler de yürürlüğe girmiştir ve böylece tarafların korunmasına dair kapsamlı hükümler kabul edilmiştir.⁶⁵

⁶³ WEINSTEIN, s.451.

⁶⁴ PALMITER, Alan R. , Pricing Disclosure, Crowdfunding's Curious Conundrum, Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal, Cilt: 7, Sayı:2, 2012, s. 374.

⁶⁵ CFR, Title 17, Commodity and Securities Exchanges, Chapter II, Securities and Exchange Commission, Part 227, Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations, <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-227> (Erişim Tarihi: 20.12.2021).

B. AB Tüzük Tasarıları ve Nihai Tüzüğü

Kitle fonlamasına ve girişimlerin yatırım almasına dair Avrupa Menkul Kıymetler ve Pazarlar Kurulu (ESMA) 2014 yılında uygun bir düzenleme rejiminin aşağıdaki özellikleri içereceği sonucuna varmıştır⁶⁶:

- Operasyonel devamı sağlamak için orantılı sermaye gereksinimleri
- Yatırım olanaklarının potansiyel yatırımcılara ulaşabilmesi için mekanizmalar
- Yatırımcıların yatırım yapmadan önce risklerden haberdar olmasını sağlayan araçlar
- Kitle fonlaması hizmet sağlayıcısı ile müşterilerinin malları arasında ayrım yapılması
- Hizmet sağlayıcısının kurumsal yapılanmasının ve işletim yöntemlerinin özellikle menfaat çakışmaları bakımından düzenlenmesi
- Hizmet sağlayıcısının müşterilerine olan sorumluluklarının tanımlanması

Belirtilmelidir ki AB, üye devletlerinin oluşturduğu bir yapı olarak bağlayıcı düzenlemeler yapabilmektedir ancak herhangi bir ihtiyaç olmadıkça ikincillik ilkesi gereğince harekete geçmesine izin verilmemektedir.⁶⁷

Konuya ilişkin AB sermaye piyasasını düzenleyen AB Sermaye Piyasası Tüzüğü kitle fonlaması düşünülerek hazırlanılmamıştır⁶⁸. Bununla birlikte AB, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin (KOBİ) Avrupa ekonomisinde önemli bir rol aldığını

⁶⁶ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

⁶⁷ Avrupa Birliği Anlaşması, m. 5/f.3, Official Journal of the European Union, 26.10.2012.

⁶⁸ MAZUR, Jan, Harmonizing Potential of Equity-Based Crowdfunding Regulation, Bratislava Law Review, Cilt: 1, Sayı: 1, 2017, s. 115.

belirtmiştir⁶⁹. Böylece KOBİler için çok büyük bir fırsat olan⁷⁰ kitle fonlamasının AB kurumlarının gözünden kaçmayacağı söylenebilecektir.

Bu bağlamda, AB nezdinde 2018 yılında Avrupa kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları konulu bir tüzük gündeme gelmiştir. Konuya ilişkin AB Komisyonu; AB Parlamentosunda ve AB Konseyinde görüşülmesi amacıyla bu tüzük taslağını kurumlara göndermiş ve toplumun yorumlarına açmıştır⁷¹. Tüzükler AB hukukunda doğrudan bağlayıcı yasal düzenlemelerdir⁷². Üye devletlerin bunları iç hukuklarına ayrı yasal düzenlemelerle geçirmeleri gerekliliği gibi bir durum söz konusu olmaz.

1. 2018 Komisyon Tüzüğü Taslağı

AB Komisyonu, ilgili tüzüğüyle kitle fonlamasının fonlanacak projeyi teklif eden proje sahibi, genel olarak sınırlı yatırımlarla projeye fon sağlayan yatırımcılar ve hizmet sunucusu konumundaki aracı tüzel kişi kuruluş olmak üzere üç aktörden oluştuğunu kabul etmiştir.⁷³ Üye devletlerin kitle fonlaması üzerinde çok farklı düzenlemelere sahip olması nedeniyle AB'nin sınırları içinde kitle fonlamasının uluslararası bir karakter kazanamadığını belirten AB Komisyonu iç pazarda hizmet sağlayıcılarının özgür bir biçimde hizmet verebilmesi için engellerin kaldırılması gerektiğini kaydetmiştir.⁷⁴ İç pazardaki engellerin kaldırılması kadim bir AB politikası olarak, AB'nin temel amaçlarından biridir.⁷⁵

AB, bu tüzüğüyle bilinen dört kitle fonlaması türünden yatırım ve borçlanma türlerini ele almış⁷⁶, dolayısıyla başışa veya ödüle dayalı kitle fonlamasını

⁶⁹ Avrupa Komisyonu: Communication from the Commission An Action Plan to Improve Access to Finance for SMEs, 2011/0870 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=celex%3A52011DC0870>) (Erişim tarihi 23.01.2022).

⁷⁰ **ZETZSCHE**, Dirk/**PREINER**, Christina, Cross-Border Crowdfunding: Towards a Single Crowdlending and Crowdfunding Market for Europe, European Business Organization Law Review, Cilt:19, Sayı:2, 2018, s. 221.

⁷¹ Avrupa Komisyonu: Proposal for a Regulation on the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Businesses, COM/2018/0113, 08.03.2018.

⁷² **BORCHARDT**, Klaus-Dieter, The ABC of European Union Law, 1. Baskı, Lüksemburg, Publications Office of The European Union, 2010, s. 100.

⁷³ **BORCHARDT**, s. 12-13.

⁷⁴ **BORCHARDT**, s. 13.

⁷⁵ Avrupa Birliği'nin İşleyişi Hakkında Anlaşma, m.26, Official Journal of European Union, C 326, 26.10.2012.

⁷⁶ Avrupa Komisyonu: Proposal for a Regulation on ECSP, s. 20.

düzenlememiştir⁷⁷. Buradan da YouTube, Twitch gibi sosyal medya üzerinden projelerini anlatıp yatırımları nedeniyle destekçilerine ayrıcalıklar tanıyan fenomenlerin değil, ticari amaçlı işletmelerin ya da KOBİlerin bu tüzükten faydalanacağı anlaşılmaktadır.

Tasarıyı hazırlayan komisyon, yukarıda verilen ESMA kriterlerini de göz önünde bulundurmuştur. Tüzüğün 4. maddesi ve devamında kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının nasıl davranması gerektiği belirtilmiş, basiretli yönetim kistasları getirilmiştir. Tüzükte menfaat çatışması, şikâyetler, taşeron devretme ve müşteriler ile kitle fonlaması hizmet sağlayıcısının mallarının ayrımı da düzenlenmiştir.

Tüzük, denetim ve idari bakımından birçok görevi ESMA'ya yüklemiştir. ESMA'nın kuruluşunu sağlayan AB tüzüğünde ESMA'ya genel olarak finansal pazarların doğru işleyişinin sağlanması görevi verildiği görülmektedir⁷⁸. Dolayısıyla AB'nin bu tüzükle kitle fonlamasını kendi sermaye piyasası kuruluna emanet ettiği söylenebilir. Lakin bir kitle fonlaması servis sağlayıcısının herhangi bir hizmet verebilmesi için bile ESMA'dan lisans alması gerekecektir⁷⁹.

Bu taslak, özellikle bugünlerde arka planda kalmıştır. 2019'un son çeyreğinde göreve gelen Ursula von der Leyen komisyonunun beş yıllık planında da kitle fonlamasından söz edilmemektedir ancak von der Leyen, planda KOBİ'lerin önemine tekrar dikkat çekip destekleneceklerini belirtmiştir⁸⁰. Bunun yerine Avrupa Konseyi, 2020 Temmuz ayında kendi hazırladığı taslağın son halini açıklamıştır.

⁷⁷ YÜKSEL, Sinan H., Sermaye Piyasası Hukukunda Kitle Fonlamasına İlişkin Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, Banka ve Finans Hukuku Dergisi, Cilt: 8, Sayı: 32, 2019, s. 1941.

⁷⁸ 1095/2010 Numaralı AB Tüzüğü, 24 Kasım 2010, Madde 1(5)(b).

⁷⁹ Avrupa Komisyonu: Proposal for a Regulation on ECSP, madde 11, COM/2018/0113 final - 2018/048 (COD).

⁸⁰ VON DER LEYEN, Ursula, A Union that Strives for More: My Agenda for Europe : Political Guidelines for the Next European Commission 2019-2024, Publications Office of the European Union, 2019.

2. 2020 Konsey Tüzüğü

AB Konseyi, 8 Temmuz 2020 tarihli görüş yazısı kapsamında AB tarafından oluşturulan kitle fonlaması konulu bir tüzük taslağı düzenlemiştir.⁸¹ AB'nin yürütme organı sayılabilecek AB Komisyonunun yerine yasama organlarından biri olan AB Konseyinin bu taslağı hazırlamış olması ve AB Parlamentosunun da bunu kabul etmiş olması, tüzüğün yayımlanma ihtimalini yüksek göstermektedir ve zaten yayınlanmıştır.

2018 tüzüğünde olduğu gibi 2020 Tüzüğü de borçlanma ve yatırım yoluyla kitle fonlamasını düzenlemeyi hedeflemiştir⁸². 2020 Tüzüğü, aynı zamanda bu Tüzüğün etki edeceği yatırım değeri bakımından 5 milyon avroluk bir üst sınır koymuştur ki bu Avrupa Kitle Fonlaması Ağının sunduğu sınırın 3 milyon avro kadar altındadır.⁸³ 5 milyon avronun üzerindeki yatırımlar yine genel düzenlemelere tabi olacaktır.

Önceki Tüzük taslağında olduğu gibi kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarına basiretli ve etkili olma sorumlulukları yüklenmiş (Tüzük m. 4), bu sorumluluğun nasıl yerine getirileceğini detaylandırılmıştır. Basiretliliği soyut bir kavram olarak bırakmayan AB Konseyi, “basirete dair gereksinimler”i de tüzüğe yerleştirmiştir. Örnek olarak yatırımcıların parasının korunması amacıyla kitle fonlaması hizmet sağlayıcısının belirtilen miktarlarda kara gün akçesi bulundurması gerekmektedir (Tüzük m.11(1)).

2020 Konsey teklifi komisyon teklifinden farklı olarak yatırımcıları sofistike ve sofistike olmayan yatırımcı şeklinde, faaliyetlerini ve kazanç miktarlarını göz önüne alarak ikiye ayırmıştır.⁸⁴ Sofistike olmayan yatırımcılar bakımından da ek korumalar getirildiği görülmektedir. Örneğin yatırım fırsatı sunma hizmetini vermeden önce hizmet sağlayıcısı, sofistike olmayan yatırımcı söz konusu olduğunda bu yatırımın yatırımcıya uygun olup olmadığını belirlemek durumundadır (Tüzük m.21(1)). Sofistike olmayan yatırımcı 1000 avroyu veya net değerinin %5'ini aşan bir yatırımda

⁸¹ Council of European Union: Regulation on European crowdfunding service providers for business, and amending Regulation (EU) 2017/1129 and Directive (EU) 2019/1937, 6800/20, Official Journal 347, 20.10.2020.

⁸² Tüzük, Madde 2(a).

⁸³ European Crowdfunding Network: Proposed Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business, Position Paper of the European Crowdfunding Network, 02.10.2019, s. 3.

⁸⁴ Bkz. Bölüm III/B.

bulunduğunda da hizmet sağlayıcısı bu yatırımcının bir risk uyarısı almasını, yazılı rıza beyanında bulunmasını ve yatırım ile riski anladığını kanıtlamasını sağlamak zorundadır (Tüzük m. 21(7)).

2018 AB Komisyonu teklifi, önceden de belirtildiği gibi hizmet sağlayıcılarının ESMA nezdinde tescillenmesi gerektiğini bildirmişken, 2020 Tüzüğü bu görevi üye devletlere bırakmıştır (Tüzük m. 12). Üye devletler, yine de bu kuruluşlar üzerinde üye devletlerin ilgili kurumları ile beraber bir gözcü olacak ESMA'ya bilgi verecektir. AB üye devletleri içindeki bir hizmet sağlayıcısının diğer AB ülkelerinde hizmet verebilmesi için de ilgili üye devletlerin ve ESMA'nın içinde bulunduğu bir iletişim zincirinin meydana getirilmesi gerekecektir (Tüzük m. 18).

Kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının üye devletlerle sınırlı kalmaması durumunda yaşanacaklar konusunda eleştiriler yapılmaktadır. Bunlardan biri Avrupa'ya yayılacak olan bazı büyük kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının küçük hizmet sağlayıcılarına göz açtırmayacağı gerekçesidir.⁸⁵ Tüzükte rekabetle ilgili herhangi bir detay bulunmadığından bu eleştiriler dikkate alınmamıştır.

Ayrıca vergilendirme bakımından ise tüzükte herhangi bir düzenleme yapılmamıştır. Kitle fonlaması gelirleri, AB üye devletlerinde geleneksel gelir vergisi uygulamalarına tabi tutulmaktadır ve bu durum ABD ile karşılaştırıldığında önemli bir farkın varlığı göze çarpmamaktadır.⁸⁶

Uyuşmazlık çözümü konusunda da Tüzük, kitle fonlaması hizmet sağlayıcısı ile müşterileri arasındaki uyuşmazlıkların çözümünü, servis sağlayıcılarına bir şikâyet çözme mekanizması olması şartını getirerek sağlamaya çalışmaktadır (Tüzük m.7). Tüzüğün hizmet sağlayıcısı tarafından ihlal edilmesi durumunda ise uyuşmazlık çözümü için başvurulacak makamın üye devletlerin yetkili makamları olduğu zikredilmiştir (Tüzük m.38). AB, bu tüzüğüyle hizmet sağlayıcısı ile fon sağlayıcısı

⁸⁵ WENZLAFF, Karsten, Inception Impact Assessment On A Legislative Proposal For An EU Framework On Crowd And Peer To Peer Finance, 2017, s. 2.

⁸⁶ CASANO, Federica, Income Tax Treatment of Crowdfunding in the EU, Doktora Tezi, Tilburg Üniversitesi Maliye Enstitüsü Vergi Hukuku Anabilim Dalı, 2019, s. 53.

arasındaki uyuşmazlıkların daha çok idari yöntemlerle çözülmesinin yolunu açmıştır ancak bu kişilerin mahkeme yoluna gitmesi de engellenmemiştir.

Sonuç olarak, AB bünyesinde 20 Ekim 2020 itibariyle Resmi Gazete’de yayınlanan ve 10 Kasım 2020 itibariyle yürürlüğe giren 7 Ekim 2020 tarihli ve 2020/1503 sayılı “Avrupa Kitle Fonlaması Servis Sağlayıcıları Tüzüğü” çerçevesinde değerlendirmeler yapılacaktır.

III. KİTLE FONLAMASI YATIRIMCILARI

A. ABD Hukuku Açısından Yatırımcılar

Kitle fonlamasına katılmak isteyen yatırımcılar, kitle fonlaması aracılarının internet sitesinde bir hesap oluşturmalıdır. Bu hesabın oluşturulması için yatırımcılar, elektronik olarak tebligat alınmasına onay vermek zorundadır.⁸⁷ Bu zorunlu şartı yerine getirmeyen kullanıcılar, yatırımcı olamaz ve kitle fonlaması süreçlerinde dahil edilmez (RC § 227.302(a)(1)).

SEC kurumu tarafından yatırımcıları korumak için ihraca ilişkin belgelerin yatırımcılara elektronik olarak iletilmesi sonucunda ihraççıların bilgilendirilmesi gerekmektedir. Bu bilgilendirmenin elektronik yolla yapılacak bu bilgilendirme aynı zamanda kitle fonlaması kurumunun işleyişiyle uyumludur ve bu nedenle yatırımcı olmak isteyen kişilerin elektronik tebligatları kabul etmekten kaçınması mümkün değildir.⁸⁸

Securities Act Bölüm 4A(a)(3) uyarınca aracılar, yatırımcıları kitle fonlamasının risk ve süreciyle alakalı şu konularda özellikle bilgilendirmelidir:

Aracının internet sitesinden iktisap edilebilecek menkul kıymet türlerinin her birine özgü riskler;

- İktisap edilecek menkul kıymetlerin sonradan satışına ilişkin kısıtlamalar,

⁸⁷ Ayrıca, RC § 227.302(a)(2) uyarınca, bu süreçte yatırımcılara yapılacak tüm bildirimler, elektronik mesajlarla yapılacaktır.

⁸⁸ SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 186, <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf> (Erişim tarihi 17.01.2022).

- İhraççının, sürekli raporlama yükümlülükleri kapsamında vermesi gereken bilgiler ile bu raporlamanın belirli durumlarda sona erebileceği,
- Yatırımcıların yatırım yapabilecekleri tutarın üst sınırı ile yatırım taahhüdünden cayma hakkına ilişkin koşul ve kısıtlamalar.

Bu bilgiler dışındaki bilgilendirme konusunda SEC kurumu yatırımcıları serbest bırakmıştır.⁸⁹

Her yatırımcı; aracı tarafından yapılan bilgilendirmeyi incelediğini, yatırımlarını kaybetme riskine mali olarak katlanabileceğini beyan eden bir ifadede bulunmalıdır.⁹⁰

Bunun yanı sıra, yatırımcıya, cayma hakkı ve yeniden satma hakkına ilişkin hak ve sınırlamaları ve yatırımlarını kaybetme riskini anlatan bir test yapılmalıdır.⁹¹

Bu çerçevede, aracının da bazı yükümlülükleri vardır:

- Yatırımcının yatırım sınırlarına riayet ettiğini teyit etme yükümlülüğü kapsamında, aracı kurum, potansiyel yatırımcılardan yıllık gelirleri, net malvarlıkları ve kitle fonlaması istisnası kapsamında yaptıkları diğer yatırımlar konusunda bilgi almalı;
- Bu bilgilerin doğru olduğuna ilişkin makul bir görüşü olmaksızın, ilgili yatırımcının yatırım taahhüdünde bulunmasına izin vermemelidir.⁹²

Yatırımcının verdiği bilgilerin doğruluğunun teyidi için ilave bir araştırma yapması veya yatırımcıdan belge talep etmesi aracının bir görevi değildir.⁹³

⁸⁹ SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 193.

⁹⁰ RC § 227.303(b)(1); **CHOI**, Stephen J./**PRITCHARD**, Adam C. , Securities Regulation: Cases and Analysis, 4. Baskı, İngiltere, Foundation Press, 2015, s.55; söz konusu beyanın yatırımcılar tarafından, bilgilendirmeler incelenmeden imzalanabileceğini belirterek, bu beyanın yeterli bir yatırımcı koruma önlemi olup olmadığını sorgulamıştır, bkz. **CHOI/PRITCHARD**, s. 607.

⁹¹ RC § 227.303(b)(2). **BRADFORD**, yatırımcıların hesap açmadan önce risklere ilişkin olarak bilgilendirilmesini veya test edilmesini, uygun bir yatırımcı koruma önlemi olarak değerlendirmiştir, **BRADFORD**, Columbia Business Law Review, s. 133.

⁹² RC § 227.303(b)(1).

⁹³ SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 210.

Kitle fonlaması, girişimlerin gelişimi ve büyümesi açısından çok önemli olmasına karşın yatırımcılara belirli riskler de yüklemektedir. Bu nedenle, kitle fonlaması ihraççıları tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere yapılacak yatırım tutarları, yatırımcının yıllık geliri veya net malvarlığı değerine bağlı olarak kısıtlanmıştır.⁹⁴

Securities Act Bölüm 4(6)(B) ve JOBS Kanunu 302 Bölüm uyarınca on iki aylık dönemde, bir yatırımcıya satılacak menkul kıymetlerin tutarı aşağıdaki sınırları aşamaz:⁹⁵ Yıllık geliri ve malvarlıklarının net değeri 100.000 ABD dolarının üzerinde olan yatırımcılar için sınır, yatırımcının yıllık gelirinin %10'u veya malvarlıklarının net değerinin %10'unu olarak hesaplanacak tutarlardan düşük olanıdır. Ancak bu tutar hiçbir durumda 100.000 ABD dolarını aşamaz.

Yıllık geliri veya malvarlıklarının net değeri 100.000 ABD dolarının altında kalan yatırımcılar için sınır, yatırımcının yıllık gelirinin %5'i veya malvarlıklarının net değerinin %5'i olarak hesaplanacak tutarlardan yüksek olanıdır. Ancak, bu tutar, 2.000 ABD dolarından düşük ise yatırımcı, 2.000 ABD dolarına kadar yatırım yapabilecektir.

Securities Act Bölüm 4A(c) kapsamında, kitle fonlaması istisnası dahilinde ihraç edilen menkul değerleri satın alan yatırımcıların ihraç tarihinden itibaren belirli sürelerle bu değerleri elden çıkarmamaları gerekmektedir. Bu süre ihraç tarihinden itibaren bir yıldır.⁹⁶

⁹⁴ **BRADFORD**, yatırımcı riskinin, bir yatırım tutarı üst limiti ile sınırlandırılmasını, yatırımcıların yatırımlarını kaybettikleri takdirde ekonomik bir yıkım yaratmaması için uygun bir önlem olarak değerlendirmiş; farklı yatırımcıları ekonomik yıkıma uğratacak tutarın farklı düzeylerde olabileceğini belirterek, bu sınırın, ilgili yatırımcının yıllık gelirine göre belirlenmesini önermiştir, **BRADFORD**, Columbia Business Law Review, s. 122, 127. Söz konusu limitin amacının, doğabilecek zararı sınırlandırmak olduğu yönünde ayrıca bkz. **GIRASA**, Roy J. / **MAGALDI**, Jessica A. / **KRAUS**, Richard J. , Promoting a New Source of Liquidity for Small Businesses: An Examination of U.S. Regulation of Crowdfunding, North East Journal of Legal Studies., Cilt: 36, Sayı:1, 2017, s. 72; **BOWMAN**, Blair, A Comparative Analysis of Crowdfunding Regulation in the United States and Italy, Wisconsin International Law Journal, Cilt: 33, Sayı: 2, 2015, s. 346.

⁹⁵ Kurumsal yatırımcıların, bu sınırlarda bir yatırım için çaba göstermeyeceği ve dolayısıyla kitle fonlaması yatırımcılarının daha ziyade küçük yatırımcılar olacağı yönünde bkz. **CHOI/PRITCHARD**, s. 606.

⁹⁶ Söz konusu sınırlandırmanın, yatırım tutarı üst sınırı kuralının dolanılmaması amacına hizmet ettiği yönünde bkz. **ARMOUR**, John/**ENRIQUES**, Luca , The Promise and Perils of Crowdfunding, Between Corporate Finance and Consumer Contracts, European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law, Sayı: 366, 2017, s. 25; sınırlandırmanın, ilgili menkul kıymete ilişkin yeterli kamuyu aydınlatma yapılmaması nedeniyle getirildiği yorumu için bkz. **MANAVGAT**, s. 778. Öte yandan, söz konusu sınırlamanın, yatırımcıların kitle fonlaması suretiyle yatırım yapma isteğini azaltacağı, likit piyasanın oluşmasını zorlaştıracığı ve dolayısıyla ilgili menkul kıymetlerin değerini düşürebileceği;

Securities Act Bölüm 4A(e) uyarınca satış sınırlamasının bazı istisnaları da vardır:

- ihraççının kendisine,
- akredite yatırımcılara,⁹⁷
- yatırımcının aile bireylerine veya aile bireyi eşdeğeri kişilere veya⁹⁸
- SEC'ye kayıtlı bir ihraç kapsamında satılması mümkündür.

B. AB Hukuku Açısından Yatırımcılar

Yatırımcı, kitle fonlaması platformları aracılığı ile devredilebilir menkul kıymetler satın alan herhangi bir gerçek veya tüzel kişidir (Tüzük madde 2(1)(i)). Ancak her yatırımcı aynı niteliklere, bilgiye ve tecrübeye sahip olmadığından Tüzükte yatırımcılar bilgili (uzman, sofistike) yatırımcılar ve bilgisiz (uzman ve sofistike olmayan) yatırımcılar olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Tüzük madde 2 fıkra 1 i bendi uyarınca, kitle fonlaması platformları vasıtasıyla devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan gerçek ve tüzel kişilere yatırımcı denilmektedir.

Uzman ya da bilgili yatırımcı olarak adlandırılan kişi 2014/65 sayılı AB Direktifi olan “Finansal Araç Piyasaları Direktifi” kapsamında profesyonel müşteri olan ya da bu Tüzük çerçevesinde belirtilen kriterlere uygunluk sağlayan yatırımcılara denilmektedir. Diğer yandan uzman olmayan yatırımcı ise mezkur Direktif kapsamında perakende müşteri olarak ifade edilmektedir.⁹⁹

Bilgili yatırımcı olmak için sağlanması gereken kriterler Tüzükte şu şekilde düzenlenmiştir:¹⁰⁰

yatırımcıların yöneticileri satış tehdidiyle iyi yönetime sevk etme imkânını kısıtlayacağı ve yatırımcıların şirkete ilişkin yeterli bilgiye sahip olmaması durumuna bir katkısının olmayabileceği yönünde bkz. **HEMINWAY**, Joan MacLeod, Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier, Oklahoma Law Review, Cilt: 70, Sayı: 1, 2017, s. 201-203, 209-211.

⁹⁷ Detaylı bilgi için bkz. RC § 230.501.

⁹⁸ Detaylı bilgi için bkz. RC § 227.501.

⁹⁹ Tüzük, m. 32). Perakende müşteri maksimum güvenlik almanızı sağlamaktadır. Bu nedenle maksimum güvenlik istiyorsanız perakendeci müşteri olmayı; tecrübeli, deneyim sahibi ve riskleri değerlendirebiliyor iseniz profesyonel müşteri olmayı seçebilirsiniz. Profesyonel Müşteriler, yukarıda da belirtildiği gibi ticaret sırasında karşılaşılabilecek tüm riskleri nasıl değerlendireceklerini ve izleyeceklerini bilen deneyim sahibi kişilerdir.

¹⁰⁰ Tüzük, Ek II, I.

- En az 100.000 Euro tutarında öz kaynağa sahip,
- en az 2.000.000 Euro net cirosu olan veya en az 1.000.000 Euro tutarında bilanço'ya sahip olma şartlarından en az birini karşılayabilen tüzel kişiler;
- mali yılbaşına en az 60.000 Euro tutarında kişisel brüt gelir veya 100.000 Euro'yu aşan nakit mevduatları ve mali varlıkları,
- finans sektöründe profesyonel pozisyonda en az 1 yıl çalışmış olması veya bir tüzel kişilikte en az 12 ay boyunca yönetici pozisyonunda bulunmuşsa ve
- sermaye piyasalarında son dört çeyrekte ilgili pazarda her çeyrekte ortalama önemli büyüklükte ortalama 10 sıklıkta işlemler gerçekleştirmiş olması durumunda ve sayılan kriterlerin asgari olarak ikisini karşılayan gerçek kişiler.

Uzman yatırımcı olmak için yukarıdaki şartların yanı sıra başvuru sahibinin gerekli nitelikleri karşıladığına dair onay beyanı ve sorumluluk kabulü istenmektedir. Ayrıca uzman yatırımcı olma şartlarındaki değişiklikler de derhal platforma bildirilmelidir ve platform şartların sağlanmadığını fark ettiği anda uzman olmayan yatırımcı olarak ilgili kişiyi dikkate alacağını beyan etmektedir.¹⁰¹

IV. KİTLE FONLAMASI İHRAÇÇILARI

A. ABD Hukukunda İhraççı Kavramı

Kitle fonlaması platformu olarak pay ihracı yapma hakkına sahip şirkete ihraççı (issuer) kavramı Amerikan Hukuku kapsamında kullanılmaktadır.¹⁰² Burada, ihraççının yükümlülükleri, istisnadan yararlanmaya hak kazanma şartları ve ilgili mevzuata aykırı işlem yapanlara uygulanacak yaptırımlar ele alınmıştır.

¹⁰¹ Tüzük, Ek II, I.

¹⁰² İhraççı (issuer) kavramı, Securities Act Bölüm 2(a)(4) ve U.S.Code § 77b(a)(4) altında, menkul kıymet ihraç eden veya ihraç etmeyi öneren kişi olarak tanımlanmıştır.

1. Yükümlülükleri

a. Toplanabilecek Fonun Sınırı ve Kamuyu Aydınlatma

Kitle fonlamasına dair düzenlemeler içeren JOBS Kanunu, fon talep eden girişim şirketleri için yükümlülükleri ve hakları da düzenlemektedir. Bu çerçevede JOBS Kanunu'nun girişim şirketlerinden başta tabiiyet olmak üzere çeşitli özelliklere sahip olmaları ve yukarıda da belirtildiği üzere belirli kısıtlamalara uymalarını talep etmektedir. Bu konuda fon talep eden girişim şirketinin bir Amerikan şirketi olması gerekmektedir.

Securities Act Bölüm 4 Altbölüm 6 ve JOBS Kanunu Bölüm 302 kapsamında, bir ihraççı şirketin on iki aylık dönem içerisinde en fazla 1 milyon ABD Doları miktarında kitle fonlaması ihracı yapabileceği hüküm altına alınmıştır.¹⁰³ Bu tutar revizyona tabiidir ve revizyon periyodu en az beş yıldır. SEC tarafından beş yılda bir bu tutar revize edilmektedir (SA 4A(h)(1)). Güncel tutar 5.000.000 ABD dolarıdır. Bu tutar başlangıç aşamasındaki bir şirket için diğer harcamalarda göz önüne alındığında oldukça sınırlayıcı olmuş ve kitle fonlaması sisteminin bir dezavantajı olarak görülmüştür.¹⁰⁴

Ayrıca kitle fonlaması kapsamında talep toplama tutarına dair getirilen kısıtlamalar da mevcuttur. Bu kapsamda ihraç eden şirket tarafından yıllık toplamda en fazla 1 milyon dolar tutarında fon talep edilebilmektedir. Bu tutar ise birden fazla fon kampanyası kapsamında talep edilebilmektedir. Bir de paya dayalı kitle fonlaması haricindeki diğer kitle fonlaması türleri olan bağış, ödül veya borçlanma kapsamında toplanan fonlar bu hesaba dahil edilmemektedir.¹⁰⁵ JOBS Kanunu kapsamında ihraççı

¹⁰³ Söz konusu limitin amacının, doğabilecek zararları sınırlandırmak olduğu yönünde bkz. **GIRASA/MAGALDI/KRAUS**, s. 72. Söz konusu limit belirlenirken, kayıt yükümlülüğünün masrafının, zarar riskinin ve kayıt yapılmasının riski ne kadar sınırlandıracağına dikkate alınması gerektiği yönünde bkz. **BRADFORD**, s. 119-120. Söz konusu limitin sonucunda, tipik olarak sadece küçük ve az bilinen şirketlerin kitle fonlaması istisnasına başvuracağı yönünde bkz. **CHOI/PRITCHARD**, s. 606. Söz konusu limit aşıldığı takdirde limitin aşılmasına yol açan ihracın geçersiz olacağı yönünde bkz. **BOWMAN**, s. 330.

¹⁰⁴ RC §227.100. **STEINHOFF**, s. 686; **BRADFORD**, s. 119-120.

¹⁰⁵ **GABISON**, Garry A. : Equity Crowdfunding: All Regulated But Not Equal, DePaul Business and Commercial Law Journal, Cilt: 13, Sayı: 3, 2015, s.389; SEC Crowdfunding Proposed Rules, s. 66.429-66.430; 15 U.S.C. 77d(a)(6)(A). **STEINHOFF**, s. 686.

girişimin belirlediği fon tutarının tamamını toplayamaması halinde toplanan paralar yatırımcılara iade edilecektir.¹⁰⁶

Ayrıca kanun uyarınca fon toplayacak şirkete yüklenen bazı yükümlülükler de mevcuttur. Talepte bulunan şirket temel bilgilerini bir bilgi formu şeklinde kamuoyuna açıklamalıdır. Bu kapsamda, ihraççı şirketin yönetim kurulu, yöneticileri, pay sahipleri hakkındaki bilgiler, şirketin sermaye yapısı ve pay sahipliği, faaliyet alanı ve iş planları, ihraca ilişkin risk faktörleri gibi önemli konular kamuya şeffaf bir şekilde arz edilmelidir.

Ayrıca şirketin bazı hususları sürekli güncel tutması gerekmektedir:¹⁰⁷

- İhraççı fon toplama amacı ve toplanan fonun kullanım alanını,
- Toplanması hedeflenen toplam fon tutarını,
- Fon toplama işleminin bitiş tarihini,
- İhraç edilecek menkul kıymetin fiyatını açıklamak ve
- Hedeflenen tutara ulaşmada hangi aşamada olduğuna ilişkin sürekli güncellemelerde bulunmak zorundadır.

Bu duruma ilave olarak ihraççının aracılık yapan kitle fonlaması platformuna ödediği ücret, şirketin borçları, şirketin iş hayatına etki edebilecek riskleri ve şirketle belirli kişiler arasındaki ikili ilişkiler açıklanması gereken diğer konular olarak ifade edilebilir.¹⁰⁸

Kitle fonlaması istisnasından yararlanamayacak bazı şirketler vardır ve bu şirketleri ise şu şekilde sıralayabiliriz:¹⁰⁹

¹⁰⁶ 15 U.S.C. 77 d-1(a). Paya dayalı kitle fonlaması, ödüle dayalı kitle fonlamasında uygulanan “ya hep ya hiç” modeli tercih edildiği için para yatırımcılara iade edilecektir.

¹⁰⁷ 15 U.S.C. 77 d-1(b)(1)(E)-(H); SEC Crowdfunding Proposed Rules, s. 66.437-66.438.

¹⁰⁸ 15 U. S.C. 77d-1(b)(1)(I).

¹⁰⁹ RC § 227.100(b).Kitle fonlaması istisnasından yararlanacak şirketlerin büyüklüğü açısından sınırlama getirilmesinin bir yararının olmadığı, ihracın büyüklüğüne göre sınırlandırmanın yeterli olduğu ve büyük şirketlerin zaten kitle fonlaması istisnasından yararlanmayacağı yönünde, bkz. **BRADFORD**, s. 133. Yasaklamalarla alakalı daha fazla bilgi için bkz. RC § 227.503.

- ABD’de kurulu olmayan şirketler
- Halihazırda SEC kurumuna raporlama yapmakta olan şirketler
- Bazı yatırım şirketleri
- Kitle fonlaması istisnasından yararlanıp raporlama yükümlülüklerine uymamış olan şirketler
- Belirli bir iş planı olmayan (veya iş planında belirli olmayan bir şirketle birleşmeyi öngören şirketler).

Bunun yanında kitle fonlaması istisnasından belirli süreler için yasaklanan şirketler ise şunlardır:

- Kitle fonlaması yatırımcılarının korunması amacıyla özellikle menkul kıymet alım-satımı benzeri faaliyetlerinden ötürü hakkında bir ceza hükmü verilmiş olan ve düzenleyici kuruluşlar tarafından faaliyetleri kısıtlandırılmış olan şirketler,
- Aynı yaptırımlara tabi olan kişi veya şirketlerle ilişkili şirketler.

b. Bilgilendirme ve Raporlama Yükümlülüğü

Kitle fonlaması istisnası kapsamında yapılacak ihraçlar için ihracı gerçekleştirecek şirket, Securities Act Bölüm 4A(b)(1) hükmüne göre, Form C ile şirkete ilişkin olarak mevzuatta öngörülen bilgileri SEC kurumuna ve aracıya sunmalıdır. Ayrıca Securities Act Bölüm 4A(b)(1) uyarınca bu bilgileri yatırımcılar için ulaşılabilir kılmalıdır.¹¹⁰ Bir de ihraççılar kitle fonlaması işlemlerinin tamamlanması ya

¹¹⁰ İhraççının sunacağı bilgiler özetle; şirketin mevcut sermaye yapısına ve yöneticilerine ilişkin bilgiler; şirketin faaliyet konusu, iş planı ve hedeflenen fonların (veya hedeflenen tutardan daha yüksek fon toplanırsa, toplanan fonların) kullanım amacına ilişkin bilgiler, şirketin finansal durumuna ilişkin bilgiler, şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin fiyatlandırmasına ve bu menkul kıymetlere şirket nezdinde uygulanacak rejime ilişkin bilgiler, şirkete yapılacak bir yatırımın spekülasyon veya riskli olarak değerlendirmesine neden olabilecek esaslı (material) faktörler, ihraca aracılık yapacak aracının edineceği finansal menfaatlere ilişkin bilgileri kapsamaktadır. Detaylı bilgi için bkz. SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information. RC § 227.201.

da yatırımcıların yatırım taahhütlerinin iptaline ilişkin süreçlere dair bilgi verme yükümlülüğünü haizdir.¹¹¹

JOBS Kanunu kapsamında kamuyu aydınlatma yükümlülüğü çerçevesinde hazırlanan finansal raporların fon toplama talebindeki girişim şirketine bir maliyeti oluşmaktadır. Bu maliyet fon tutarına göre değişiklik göstermektedir. Toplanacak fon tutarı 100.000 Amerikan Doları'na eşit veya altındaysa ilgili girişim şirketi şirketin yetkili organlarınca onaylanmış finansal tabloları ve en son hazırlanan vergi yükümlülük belgesini açıklamak zorundadır. Toplanacak fonun miktarı 100.000 ile 500.000 Amerikan Doları arasında ise bağımsız bir muhasebe denetimi gerekmektedir. Ayrıca muhasebe gözetimi sonucunda hazırlanan raporlar mesleki kurumsal standartlara uygun olması gerekmektedir. Toplanacak tutar 500.000 Amerikan Doları'nın üzerinde ise o zaman ilgili rapor bağımsız denetim firması tarafından hazırlanmalıdır. İlgili raporlama ve buna bağlı kamuoyunu bilgilendirme yükümlülüğü yıllık olarak süregelmektedir.¹¹²

Toplamda toplanabilecek fon miktarının 1 milyon Amerikan Dolarını geçmemesi gerektiği dikkate alındığı vakit fon toplama faaliyeti için harcanacak masraflar yüksek gözükmektedir. Ayrıca bu durum girişimleri kitle fonlaması kurumuna başvurma yolunda teşvik etmek yerine onların isteklerini azaltarak engel teşkil edebilecek bir sorun olarak değerlendirilmektedir.¹¹³

Açıklanması gereken bilgilerde bir değişiklik olması ve bu değişikliğin esası etkilemesi halinde SEC kurumuna, aracıya ve yatırımcılara bilgi verilmesi gerekmektedir. Burada SEC, esaslı değişiklik kavramıyla alakalı olarak ihtiyatlı ve

¹¹¹ RC § 227.201(j) uyarınca yatırımcıların yapmış oldukları yatırım taahhüdünü ihraççının fon toplamak için belirlemiş olduğu son tarihten 48 saat öncesine kadar iptal etme hakkına sahip olduklarını, hedeflenen tutara ulaşıldığı takdirde bilgilendirileceklerini ve belirlenmiş olan tarihten önce hedeflenen tutara ulaşıldığında ihraççıların yeni tarih belirleyebileceklerini ve bu yeni tarihten en az 5 işgünü önce yeni tarih hakkında bildirimde bulunursa teklifin erken kapatabileceğini hakkında yatırımcıları bilgilendirmekle yükümlüdürler.

¹¹² **GABISON**, Equity Crowdfunding: All Regulated But Not Equal, DePaul Business and Commercial Law Journal. Cilt: 13, Sayı: 3, 2015, s. 389; 15 U.S.C. 77d-1(b)(1).

¹¹³ Fon toplama üst sınırına dair eleştirel yaklaşım için bkz. **COHN**, Stuart R. ,The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution, Florida Law Review, Cilt: 64, Sayı: 5, 2012, s. 1438.

basiretli bir yatırımcının yatırım yapmadan önce sahip olması gereken bilgileri dikkate almaktadır.¹¹⁴

SEC, değişikliklerin olması halinde bunların kendisine bildirimi için herhangi bir süre belirlememiştir. Ancak, ihraççının isteği yatırım taahhütlerinin iptal edilmesine dair kararı bir an önce öğrenmek olacağı için bu değişiklikler bir an önce kurumla paylaşılacaktır.

Securities Act Bölüm 4A(b)(1) uyarınca ihraççının ihraç süresi esnasındaki bilgilendirme görevi uyarınca, hedef tutarın yarısı ya da tamamına ulaşıldığı vakitten itibaren beş iş günü içerisinde gelişim raporu adı altında kuruma, yatırımcı ve aracılara haber verilecektir.

Bilgilendirme yükümlülüğü ihraç süresinin ötesinde ihraç tamamlandıktan sonra da sürekli raporlama yükümlülüğü olarak sürdürülmesi beklenmektedir. Securities Act Bölüm 4A(b)(4) uyarınca kitle fonlaması istisnasından yararlanan ihraççılar, düzenli olarak yıllık rapor (annual report) adı verilen Form C-AR'yi kullanarak hazırladıkları faaliyet raporlarını ve finansal tablolarını, finansal yılın bitiminden itibaren 120 gün içinde kendi internet sitesinde yayınlamak suretiyle yatırımcılara erişilebilir kılmak ve SEC kurumuna sunmak zorundadır. Bu raporların içerisindeki hususlardaki esaslı değişikliklerin gerçekleşmesi halinde yıllık raporda değişiklik adlı Form ile SEC kurumuna iletilmelidir.

Mevzu olan finansal tabloları şunları içermelidir ve bu tabloların doğruluğunun teyidi için ihraççının icra kurulu başkanının beyanı aranmaktadır:

- ihraççının finansal durumuna ilişkin olarak likidite,
- sermaye kaynakları,

¹¹⁴ İhraççının finansal durumundaki esaslı değişikliklerin, yatırılan fonların kullanımı konusundaki esaslı değişikliklerin ve fiyata ilişkin değişikliklerin, açıklanması gereken esaslı değişiklikler olduğunu örneklendirmiştir. Ancak bunun dışında herhangi bir örnek veya kriter belirlemeksizin, tanıma göre hangi değişikliklerin esaslı olduğunu ihraççının somut koşullara göre değerlendirmesi gerektiğini belirtmiştir. Detaylı bilgi için bkz. SEC Crowdfunding Final Rule Release No. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 114.

- geçmiş faaliyetlerin sonuçlarını da içeren açıklamalar

Faaliyet raporunun belirtilen bu zorunlu içeriği incelenirken, ihraççıya ilişkin olarak açıklanması gereken bilgilerle ihraç öncesi bilgilendirme yükümlülüğü bağlamındaki bilgilerle örtüşmektedir.

Raporlama süreci için harcanması gereken miktarlar halka arz sürecindeki bir şirket için normal karşılanmasına rağmen fon toplama amacıyla hareket eden bir girişimci için maliyetli durmaktadır.¹¹⁵ Fakat, sürekli olarak raporlama ve kamuyu bilgilendirme yükümlülüğü proje sahipleri için kendilerini daha iyi tanıtmaya imkânı sağlamak ve aynı zamanda yatırımcıların yatırımlarını mali ve hukuki anlamda daha bilinçli yapmalarına vesile olmaktadır.¹¹⁶

c. Reklam Sınırlamaları ve Yasağı

Securities Act Bölüm 4A(a)(2) ve RC § 227.204(a) uyarınca, ihraççının ihracın koşullarına ilişkin olarak doğrudan veya dolaylı şekilde reklam yapması yasaktır. Başka bir ifadeyle, fonlama talep eden kişinin menkul kıymetlere ilişkin reklam yapması yasaklanmıştır. JOBS Kanunu kapsamında ihraççı konumundaki girişimin yapabileceği reklamlar, yatırımcıyı fon toplanacak ve kitle fonlamasına aracılık edecek platforma yönlendirmekle sınırlıdır.¹¹⁷

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

Aracının internet sayfası üzerinden, yatırımcılara ihracın tanıtımını yapan üçüncü kişilerin de, bu tanıtımı yapmak için aldıkları veya alacakları ücreti, yatırımcılara açıklaması zorunludur.

¹¹⁵ GABISON, s. 389, CHOI/ PRITCHARD, s. 609, SCHWARTZ, Andrew A., Crowdfunding Securities, Notre Dame Law Review, Cilt: 88, Sayı:3, 2013, s. 1463; 15 U.S.C. 77d-1(e). s. 1489-1490.

¹¹⁶ Final Rule: Crowdfunding, s. 37-40.

¹¹⁷ 15 U.S.C. 77d-1(b)(2).

Kitle fonlaması platformları ve girişimler tarafından fon talebi için arz edilen menkul kıymetler ve ilgili ihraç işleminin detayları konusunda reklam yapılmasına izin verilmemiştir. Konvansiyonel iletişim araçlarından ziyade sosyal medya gibi yeni medya kurumları vasıtasıyla özenli ve sınırlı bir şekilde reklam yapılması mümkündür. İhraç yapacak girişimin reklam için ödeyeceği aracılık bedelleri SEC tarafından belirlenmiştir. Bu nedenle haksız rekabet oluşturmak için kitle fonlaması platformlarına ilave reklam verme ya da tanıtımlarda ön plana çıkarılma gibi talepler önlenmiş olacaktır.¹¹⁸

2. Mevzuata Aykırı Yapılan İhraçlara İlişkin Yaptırımlar

Kurallara ve mevzuata aykırı olarak yapılan ihraçların sonuçlarından en önemlisi kitle fonlaması istisnasından yararlanmama halidir.¹¹⁹ Ancak ihraççı söz konusu ihlalin, ihracın tümünü değerlendirdiğimiz vakit esastan olmadığı, ihlalin aracından kaynaklandığı durumlarda ihraççının bu durumu bilmediğini kanıtlaması halinde ve ihraççının mevzuata uymak için elinden geleni yaptığını ispat etmesi halinde kitle fonlaması istisnasından yararlanmaya devam edecektir (RC § 227.502). SEC bu durumda, ihlalin düzeltilmesi için yargı yoluna başvuracaktır (RC § 227.502(b)).

3. İhraççının Hakları

Bu düzenleme kapsamında ihraççılara da bazı haklar tanımıştır. Örneğin, fon toplanması işleminin resmi bir aracı ya da kitle fonlaması platformu vasıtasıyla vuku bulması halinde, ihraççı ilgili menkul kıymetlerini kayıt zorunluluğu olmaksızın satabilmektedir (SA Bölüm 4(6)(c)).

Ayrıca ihraçtan toplanan paralar girişimci tarafından hedef olarak gösterilmiş fon tutarına erişmemesi sürecine kadar platformlar tarafından ihraçta bulunan şirkete ödenemez (15 U.S.C. 77 d-1(a)(7)).

¹¹⁸ **BRADFORD**, Unfulfilled, s. 205.

¹¹⁹ SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 323.

B. AB Hukukunda Proje Sahibi Kavramı

Kitle fonlaması üzerinde projelerini taraflara sunacak olan girişimciler için Tüzük kapsamında proje sahibi (“Project owner”) ifadesi tercih edilmektedir.¹²⁰ Platform, proje sahibinin fikrini sunduğu ve listelenmenin sonuna kadar teklifin hüküm ve şartlarıyla bağlı olduğu bir kurumdur.

Menkul kıymetlerin halka arzı öncesinde proje sahibinin yatırımcıları bilgilendirme için hazırladığı metne izahname denilmektedir. Bu belgenin temel amacı, yatırımcıların korunması ve yatırımlarını doğru ve şeffaf bilgilendirme sonucunda icra etmelerinin sağlanmasıdır.¹²¹ Ayrıca, izahnamenin gerçeği yansıtması ve yetkili makamlara sunulması konusunda sorumluluk proje sahibine aittir.

İzahname hazırlama yükümlülüğünün istisnasının uygulanabilmesi için 2017/1129 sayılı İzahname Yönetmeliği kapsamında, Birlik içinde 12 aylık süre üzerinden toplam 1.000.000 Euro’dan az olması ya da ilgili kitle fonlaması tüzüğüne göre proje sahiplerinin teklif sınırının 5.000.000 Euro olması gerekmektedir.¹²²

Temel yatırım bilgi formunun hazırlanması ve sunulması işlemi proje sahibinin en temel görevleri arasındadır. Bu formla birlikte proje sahibi, bilgi ve belgelerin eksiksiz olduğunu beyan ve taahhüt etmektedir. Bu nedenle formun yanlış, eksik veya hatalı olmasından ötürü proje sahibi sorumlu tutulacaktır.

¹²⁰ Tüzük madde 2 fıkra 1 h bendi kapsamında Proje sahibi “Project Owner”, bir kitle fonlaması platformu aracılığı ile fon arayan herhangi bir gerçek veya tüzel kişi anlamına gelmektedir.

¹²¹ İzahnamenin detayları için bkz. İzahname, 2017/1129 sayılı İzahname Tüzüğü.

¹²² **DE BUYSERE / GAJDA / KLEVERLANN / MAROM / KLAES**, s. 28: Böyle bir sınır belirlemek hem yatırımcıların etkin bir şekilde korunmasını sağlarken hem de piyasa disiplini mekanizmasının sağlanması açısından daha uygundur. Ancak, yapılan düzenlemeler sebebiyle izahname muafiyetine ilişkin farklı kuralların oluşması Birlik çapında ortak hareket edilmesi ve en çokta proje sahiplerinin işini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle ülkeleri eşik belirlemek konusunda özgür bırakmak yerine Birlik çapında tek bir kural belirlemek daha akıllıca olacaktır.

V. KİTLE FONLAMASI ARACILARI ¹²³

A. ABD Hukukuna Göre Kitle Fonlaması Aracı ve Platformları

Securities Exchange Act madde 4(6)(c) kapsamında, kitle fonlaması faaliyetleri SEC bünyesinde kaydedilmiş bir aracı -başka bir deyişle platform- tarafından yürütülecektir. Bu araçlar temelde ikiye ayrılmaktadır.

1. Türleri

a. Geniş Yetkili Araçlar

Securities Exchange Act bölüm 3(a)(4)(A) kapsamında “başkası hesabına menkul kıymet işlemlerini gerçekleştiren kişi” olarak düzenlenen broker kavramı bağlamında brokerlar; SEC nezdinde kayıtlı oldukları ve detaylı düzenlenmiş uyumluluk kurallarına uydukları takdirde yatırım tavsiyesi verebilirler, yatırımcı fonlarını saklayabilir ve yönetebilirler. ¹²⁴ Ayrıca Securities Act bölüm 4A(a)(1) kapsamında; SEC nezdinde geniş yetkili aracı olarak kayıtlı kişiler, ayrı bir kayda ihtiyaç bulunmaksızın, paya dayalı kitle fonlaması işlemlerine aracılık yapabilirler.

SEC madde 15(a)(1) uyarınca, bu kişilerin SEC’e kayıtları için daha kapsamlı düzenlemeler ve katı kurallar mevcuttur çünkü bu kişiler daha geniş yetkileri haizdir.

b. Fonlama Platformları

Kitle fonlaması faaliyetlerine özgü olarak mevzuata eklenen fonlama platformları kavramı, Securities Exchange Act bölüm 3(a)(80) hükmüne uygun olarak “sadece Securities Act (alt)bölüm 4(6)’ya uygun olarak, menkul kıymetlerin konusu olduğu icap

¹²³ ABD hukukuna ilişkin kısımlarda, kitle fonlaması işlemlerine aracılık faaliyetiyle iştigal edenler, genel olarak kitle fonlaması aracısı veya aracı olarak ifade edilecek, “broker” ve “funding portal”lara ilişkin ayrı düzenlemeler açıklanırken, bunlar için sırasıyla geniş yetkili aracı ve fonlama portalı terimleri kullanılacaktır. Türk mevzuatında aracı kuruluş için “kitle fonlaması platformu” veya “platform” ifadesi kullanılırken; ABD mevzuatında platform ifadesi, aracı kuruluşun işlettiği internet sitesi anlamında kullanılmaktadır

¹²⁴ SEA böl. 15(a)(1); Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct, Release No. 34-86031, File No. S7-07-18.

veya satışı içeren işlemlerde, başkaları adına aracılık yapan kişiler” şeklinde düzenlenmiştir.

Bu platformlar SEC bünyesinde kayıtlı olmaları gerekmektedir.¹²⁵

Söz konusu kayıt için, CFR Part 249, § 249.200 hükmünde gösterilen Fonlama Portalı Formu’nun (Funding Portal Form)¹²⁶ SEC’ye sunulması gerekmektedir (RC § 227.400). SEC, fonlama portalları için öngörülen bu kayıt koşulunun, geniş yetkili aracılar için geçerli olan kayıt koşuluna paralel ancak ondan daha kısıtlı yükümlülüklerle tabi olduğunu değerlendirmiştir.¹²⁷

Fonlama portalının ayrıca, fonlama portalları için öz düzenleyici kuruluş niteliğinde olan FINRA’ya da kayıtlı olmaları gerekmektedir (SA böl. 4A(a)(2); SEA böl. 15A; RC § 227.300(a)(2)).¹²⁸

Securities Exchange Act Bölüm 3(a)(80) uyarınca kitle fonlaması platformlarının yapmalarının yasaklandığı işlemler şu şekildedir:¹²⁹

- Yatırım tavsiyesi sunmaları;

¹²⁵ Söz konusu kayıt için basit bir bildirimin yeterli olması gerektiği, bunun dışındaki gerekliliklerin sadece masrafı arttıracığı ve bu masrafın ihraççılara yansıtılacağı görüşü için bkz. **BRADFORD**, s. 137-138. (SA Bölüm 4A(a)(1); RC § 227.300 (a)(1); RC § 227.400).

¹²⁶ SEC, bu formu, fonlama portallarının başvurularının değerlendirilmesi ve sonrasında fonlama portallarının gözetimi için çok önemli bir belge olarak değerlendirmektedir. Bu form ayrıca yatırımcıların da erişimine açık olacak, dolayısıyla aracılar konusunda yatırımcıların da bilgi sahibi olması sağlanacaktır, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 256.

¹²⁷ SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 250.

¹²⁸ Öz düzenleyici kuruluşlar, ulusal menkul kıymetler borsaları, kayıtlı menkul kıymetler birlikleri ve kayıtlı takas kurumlarıdır [SEA Bölüm 3(a)(26)]. Fonlama portallarının kayıtlı olması gereken öz düzenleyici kuruluş, mevcut durumdaki tek menkul kıymetler birliği olan, FINRA’dır, bkz. **MURPHY**, Thomas, Playing to a New Crowd: How Congress Could Break the Startup Status Quo By Raising the Cap On The Jobs Act’s Crowdfunding Exemption, Boston College Law Review, Cilt. 58, Sayı:2, 2017, s. 799; **HURT**, Christine: Pricing Disintermediation: Crowdfunding and Online Auction IPOs, University of Illinois Law Review, Cilt:15, Sayı:1, 2015, s. 245; **HEMINWAY**, Regulation of Crowdfunding, s. 17; <https://www.finra.org/registration-exams-ce/funding-portals/register-new> (Erişim tarihi 14.01.2022). ; SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 156-157.

¹²⁹ RC § 227.402, SEA 3(a)(80) hükmüyle, hangi faaliyetlerin, söz konusu yasak kapsamında değerlendirilmeyeceği hususunda bir açıklık getirilmiştir.

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

Bunun yanı sıra platformlar yapabilecek işlerle yasaklı işlerini içeren yazılı bir iç prosedür belirlemeleri gerekmektedir. Buradaki amaç, platformların iş ve işlemlerine ilişkin durumların diğer aktörler tarafından farkında olunmasını sağlamaktır (SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 307-308).

Platformlar, her zaman SEC ve FINRA tarafından denetime tabii tutulabileceklerine dair onay vermiştir hatta izin konusunda bir mecburiyet söz konusudur (SEA bölüm 3(h)(1)(A); RC § 227.403(c). Bu denetimlerin en önemli sonucu, SEC'in platformlar üzerinden gözetim işlevini yerine getirmesidir (SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 314).

Ayrıca Securities Act bölüm 4A(a)(9) kapsamında, platformlar yatırımcı ve girişimlere ilişkin veri toplama görevini icra edeceğinden ötürü bu verilerin saklanması ve korunması adına yükümlülüklerini yerine getirmesi gerekmektedir (SA bölüm 4A(a)(9); RC 227.403(b); CFR Part 248; SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 313).

Fonlama platformlarının kaydı; SEC tarafından kaydın alındığı tarihi takiben 30 gün içerisinde ve Exchange Act bölüm 15A kapsamında kayıtlı bir ulusal menkul kıymetler birliğine üyelik kaydının onaylandığı tarihte gerçekleşecektir (RC §227.400(a)(1)-(2)).

Ayrıca, fonlama portallarının, beş yıl süreyle şu konulara ilişkin kayıtları saklama zorunluluğu vardır:¹³⁰

- yatırımcılara,
- ihraççılara,
- fonlama portalının sağladığı araçlarla kurulan iletişimlere,
- yatırımcı ve ihraççılara yapılan bildirimlere,
- fonlama portalının taraf olduğu sözleşmelere ve
- fonlama portalı aracılığıyla gerçekleştirilen tüm işlemlere.

Fonlama platformlarının prosedürleri ve kurallarının uygun olması gereken kurallar arasında federal menkul kıymetler yasaları ve bu platformlarla alakalı kanunlardaki diğer düzenlemelerdir.¹³¹

2. Kitle Fonlaması Aracılarının Yükümlülükleri

Kitle fonlaması platformlarının işlemlerinin girişimci ve yatırımcılara dair etkileri nedeniyle platformlara kanunen bazı yükümlülükler yüklenmiştir. Bu kapsamda kitle fonlaması ilişkisinin doğrudan fon talep eden girişimci ile girişime yatırım yapmayı planlayan kişi arasında yapılmaması gerektiği düzenlenmiştir. Bu iş ve işlemler SEC tarafından kayıt altına alınmış bir aracı kurum tarafından yapılması gerektiği öngörülmüştür.¹³² Buna ilişkin olarak JOBS Kanunu uyarınca aracı olan kurumların resmi bir aracı (Dealer/Broker) veya kitle fonlama platformu olması zorunludur. Bu durumda ilgili hüküm uyarınca kitle fonlamasına dair işlemleri yürütmek üzere yeni bir aracı kuruma hayat verilmiştir.¹³³ Bunun yanı sıra kitle fonlaması platformları da kitle

¹³⁰ RC § 227.404. Ayrıca SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 319-320 gereğince kayıt saklama zorunluluğu SEC'nin gözetim işlevini gerçekleştirebilmesi için önemlidir.

¹³¹ RC §227.403(a)). Ayrıca bu prosedürler; güncel, makul ve yatırımcının bilgilerini ve işlemlerini koruyucu özellikte olmalıdır: RC §227.403(b)).

¹³² 15 U.S.C. §77d(a)(6)(C).

¹³³ 15 U.S.C. §78c(a)(80).

fonlaması işlemlerine aracılık edecek yeni kuruluşlar olarak broker'ların yanında yeni düzenlemelerle beraber ortaya çıkmıştır.¹³⁴

JOBS Kanunu kapsamında kitle fonlaması platformlarına bazı önemli yükümlülükler de yüklenmiştir:

- İhraç eden kişinin zorunlu raporlama yükümlülükleri,
- Şirketin mali ve hukuki belgelerinin değerlendirilmesi sürecinin yönetilmesi,
- Portal yetkililerinin platformda aracılık edilen girişim şirketlerine yatırım yapmasının önlenmesi,
- Menkul kıymet ihracının doğru ve tam olarak gerçekleşmesinden sorumlu olması.

Buna ek olarak kitle fonlaması platformlarının ihraççının önem arz eden eksik veya yanlış açıklamalarından dolayı sorumluluk taşıyıp taşımayacağı meselesine ilişkin açık bir düzenleme yoktur.

JOBS Kanunu çerçevesinde kitle fonlaması platformları yatırımcı gerçek veya tüzel kişilere yatırım yapmak istedikleri konularda tavsiye vermemektedir. Ayrıca menkul kıymetlere ilişkin talep toplamaya aracılık etmeleri ya da yatırımcıların fonlarını veya menkul kıymetlerini değerlendirmelerini mümkün değildir.¹³⁵

Kitle fonlaması platformlarının ulusal bir menkul kıymetler birliğine üye olması gerekmektedir ve platformlar bu mecburiyetten istisna tutulmamıştır. Hatta sermaye piyasalarında aracılık eden diğer kurumlara uygulanan bazı yükümlülüklerin platformlara uygulanmaması için bu birliklerden birine olunması şart olarak düzenlenmiştir.

Platformların en önemli yükümlülüklerinden birisi de yatırımcıları ihraç edilecek yatırımlar hakkında bilgilendirmektir. Bu bilgilendirme yalın bir dil kullanılarak etkili

¹³⁴ Amerikan sermaye piyasası mevzuatı kapsamında kitle fonlaması platformlarına dair kapsamlı inceleme için bkz. **HEMINWAY**, Joan MacLeod. , The New Intermediary on the Block: Funding Portals Under the Crowdfund Act, UC Davis Business Law Journal, Cilt:13, Sayı:2, 2013, s. 190; **BRADFORD**, s. 205 vd.

¹³⁵ JOBS Kanunu Bölüm 304(b).

iletişimi kolaylaştırıcı eğitimler ya da bilgi notları şeklinde olmalıdır (RC §227.302(b)). Bu eğitim materyallerinde; satın alma ve ihraç süreci, teklif edilen ve satılan menkul kıymetlerin satın alınmasına ilişkin riskler, sunulan ve satılan menkul kıymet türleri, satılan menkul kıymetlerin yeniden satışına ilişkin kısıtlamalar, girişim şirketleri tarafından sağlanması gereken bilgiler, yatırımcıların yatırım yapabileceği miktara ilişkin sınırlamalar ve yatırımcının yatırım taahhüdünü iptal etme (cayma) hakkına ilişkin sınırlamalar, girişimcilerin belirli koşullar altında yıllık raporlamayı bırakması durumunda yatırımcıların güncel finansal bilgilere sahip olamayacağı ve taahhüdün girişim şirketi tarafından iptal edilebileceği koşullar gibi maddeler yer almalıdır (RC §227.302(b)(i- ix)). Eğitim materyallerinin yanı sıra bilgilendirmelerin şekli konusunda platformlara serbestlik tanınmıştır fakat güncel bilgiler platformda her daim erişime hazır bulundurulmalıdır.

SEC tarafından kitle fonlaması platformlarının riayet etmesi gereken bazı kurallar diğer aracı kurumlara kıyasen daha düşük kriterlere sahip olmasına rağmen kitle fonlaması platformlarına yatırımcılar ve satış sürecine ilişkin ilgili özen yükümlülüğünün yerine getirilmesine ilişkin yükümlülükler yüklenmiştir. Kitle fonlaması platformları fonlama işleminden 21 gün öncesinde ihraççı ve fonlanacak menkul kıymeti tanıtıcı bilgileri kamuya açık ve şeffaf bir şekilde bulundurulmalıdır (SEC Crowdfunding Proposed Rules, s.66.468-66.469). SEC ve potansiyel yatırımcılar açısından ilgili kamuoyunu bilgilendirme yükümlülüğü yerine getirildikten sonra kitle fonlaması eyleminin gerçekleşmesinden önce üç haftalık bir bekleme süresi öngörülmüştür (15 U.S.C. 77d-1(a)(6)).

Bilgilendirme yükümlülüğünden kaynaklı olarak, aracılar kitle fonlaması sisteminde önemli bir koruma görevine sahiptir ve yatırımcıların eylemlerinden de sorumlulukları bulunmaktadır.¹³⁶ Sorumluluk meselesi Securities Act 4A(c) kapsamında dolaylı olarak düzenlenmiştir ama önemi itibarıyla doğrudan düzenlenmesi gerekmektedir.

¹³⁶ Final Rule: Crowdfunding, s. 204; MANAVGAT, s. 769.

Kitle fonlaması platformları ayrıca kamuya açıklanan bilginin yanıltıcı olmamasını sağlama görevleri de vardır. Bu bağlamda ilgili kitle fonlama platformu muhtemel bir hile veya kötü niyet farketmesi halinde doğrudan fon toplama işlemlerine aracılık etme faaliyeti durdurulmalıdır (SEC Crowdfunding Proposed Rules, s.66.489).

Bu tedbire ilave olarak kitle fonlaması platformları yatırımcıları da muhtemel risklere karşı uyarmalıdır. Bu kapsamda tüm yatırımcılara karşılaşılabilecekleri potansiyel risklere dair bir bilgilendirme yapılmalı ve buna ilişkin bir onay formu imzalatılmalıdır. Ayrıca yatırımcıların meri düzenlemeler kapsamında yatırım yapmaya ehil olduklarını da kontrol etme yükümlülüğündedir. Başka bir deyişle kitle fonlaması platformları alışlagelmiş sermaye araçlarından farklı olan kitle fonlamasına yatırım yapacak yatırımcılara yatırımlarını kaybetme riskini ifade etmeli ve onların onayını önceden almalıdır.

Bu bağlamda her bir yatırımcının SEC tarafından aşağıdaki unsurları içeren bir form hazırlanır ve bu form yatırımcı tarafından doldurulur (15 U.S.C. 77 d-1(a)(3)-(5)):

- Başlangıç aşamasındaki bir girişim şirketine yatırım yapılması suretiyle üstlenilen riskin farkında olduğunu,
- Likit olmayan bir finansal enstrüman satın aldığını beyan ettiği,
- Dolandırıcılık riskini önlemek adına gerekli görülen diğer unsurları da içeren bir form imzalanmalıdır.

Kitle fonlaması platformlarının diğer bir yükümlülüğü ise kitle fonlaması süreci tamamlanana kadar platformların yatırımcılara taleplerini iptal etme hakkı tanımak zorunda olmasıdır (15 U.S.C. 77 d-1(a)(7)). Ayrıca kitle fonlaması platformları yatırımcılara tanıdıkları limitlerin yatırımcılar tarafından aşılmadığını kontrol etme yükümlülüğü de mevcuttur (15 U.S.C. 77 d-1(a)(8)).

Platformun yöneticileri, ortakları ve çalışanlarına da birtakım sınırlamalar getirilmiştir. Bu kapsamda ilgili kitle fonlaması platformunun yönetim kurulu üyeleri, şirket ortakları ve çalışanları; platform aracılığıyla fon toplayan girişim şirketinden menfaat elde etmemesi gereklidir (15 U.S.C. 77 d-1(a)(11)).

3. Fonlama Sürecinin İşleyişine İlişkin Düzenlemeler

Fonlama süreciyle alakalı aracı platform bünyesinde yatırımcıların ihraççıyla veya yatırımcıların diğer yatırımcılarla kamuya açık bir şekilde iletişim kurmasına imkân vermelidir. Burada önemli olan bir husus ise, ihraççı adına işlem yapan kişilerin bu işlemler için maddi menfaat kazanıp kazanmadıklarını ve kimliklerini açıklamaları gereğidir.¹³⁷ Bu iletişimin kuralları ve gerekirse hakaret veya dolandırıcılık unsuru içeren iletilerin kaldırılması hariç araçlar, bu iletişime müdahale edemez (RC § 227.303(c)(1)).

Platformlar ve araçlar, yatırımcın yatırım geçmiş tecrübesine ilişkin bilgilerini, yatırım hakkında bilgi aldığı kişilerin bilgileri, yatırım sınırlamalarına uyum beyanı, net geliri gibi bilgileri talep edebilecektir (RC §227.303(b)(1) ve RC §227.303(b)(2)(i)). Bunların yanı sıra ek bilgiler istenerek yatırımcı hakkında daha fazla bilgi sahibi olunması mümlündür (Final Rule: Crowdfunding, s. 214). Aracı, ihraççının ilgili kurallar çerçevesinde açıkladığı bilgileri, yatırımcıların tarafından erişebilmesine imkân vermelidir ve bu erişim imkânı ihraçtan 21 gün önce yapılmalı ve sonuna kadar sürmelidir.¹³⁸

Aracılık yapan platform bir yatırımcıdan yatırım taahhüdü aldığı vakit; ilgili yatırımcıya, RC § 227.303(d) gereği taahhüdünün tutarını, ilgili menkul kıymetlerin fiyatını, ihraççının adını ve cayma hakkının kullanma tarihini belirten bildirimde bulunmak zorundadır.¹³⁹

¹³⁷ RC § 227.303(c) – (c)(4). Böylece yatırımcıların, kitle fonlaması kavramının işleyiş mantığına uygun şekilde, birbirleri ile şeffaf bir şekilde görüş paylaşmaları, ihraççıdan doğrudan bilgi almaları ve yatırım kararlarını böylece daha iyi değerlendirmeleri amaçlanmaktadır, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 218-219.

¹³⁸ SA böl. 4A(a)(6); RC § 227.303(a)(2); RC § 227.303(a)(3)]. İhraç başlamadan önceki 21 günlük süre içinde aracı, yatırım taahhütleri alabilecektir [RC § 227.303(a)(2).

¹³⁹ İhraççının, hedeflenen tutara ulaşmak için koymuş olduğu hedef tarihten 48 saat öncesine kadar yatırımcılar, hiçbir sebep göstermeksizin yatırım taahhütlerinden cayma haklarını kullanabileceklerdir [RC § 227.304(a)]. İptal hâlinde, aracı, yatırımcının yatırmış olduğu fonların iadesini sağlayacaktır [RC § 227.303(e)]. Ayrıca Fonlama portalları, toplanan fonların, hedeflenen tarihte, hedeflenen fonlama tutarına ulaşması hâlinde, fonların ihraççıya aktarılması; hedeflenen tarihte hedeflenen fonlama tutarına ulaşmaması veya yatırım taahhüdünün iptali veya yatırım taahhüdünden cayma hakkının kullanılması hâlinde yatırımcıya iadesi konusunda, yetkili kuruluşa talimat verecek [RC § 227.303(e)(3)]; yetkili üçüncü kişi bu konudaki mutabakatını yazılı olarak bildirecektir [RC § 227.303(e)(2)].

Burada dikkate edilmesi gereken husus, ihraca dair bilgilerde esasa yönelik önemli bir değişikliğin olup olmadığıdır. Bu durumda bu değişiklik yatırımcılara bildirilmeli ve yatırımın iptal edilebileceği ifade edilmelidir. Yatırımcı bu değişikliği 5 gün içerisinde onaylamadığı takdirde yatırım taahhüdü iptal edilir ve ödeme geri verilir (RC § 227.304(c)(1)).

Platformlara yatırılan fonları saklama yetkisinin olmadığı ve bu nedenle fonları yetkili kuruluşlara iletilmesinden ötürü platformları için asgari kuruluş sermayesi öngörülmemiştir (SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 232). Yatırım sona erene ve fonlama süreci bitene kadar fonlar ayrı bir bankada muhafaza edilir ve hedeflenen fon tutarına ulaşıldığı vakit ihraççıya aksi halde de yatırımcılara iletilecektir (RC § 227.303(e)(1) atfıyla CFR Part 240, § 240.15c2-4).

İhracın tamamlanması için belirtilen hedef tarihine kadar hedef miktara erişilmesi gerekmektedir. Bu durumda taraflara bildirim gönderilecek ve işlemin detayları ve maliyetleri hakkında yatırımcılar bilgilendirilecektir. Bu bildirim yatırımcılar için önemli bir koruma mekanizmasıdır.¹⁴⁰ İhracı erken sonlandırmak ya da erken hedefe ulaşılması da söz konusu olabilir. Fakat erken tamamlanması için en az yirmi bir gün süreyle ihracı açık kalması ve güncellenmiş hedef tarihinin ilgililere bildirilmiş olması gerekir.¹⁴¹

İhracın tamamlanmaması durumu da mümkündür. Hedef tarih ve miktara ulaşılmazsa bu durumda beş gün içerisinde ihraç iptal edilir ve yatırımlar iade edilir.¹⁴²

¹⁴⁰ SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 234.

¹⁴¹ RC § 227.304(b)(1)-(2)]. Yeni hedef tarih, söz konusu bildirimin yapılmasından itibaren en az beş gün sonrası olarak belirlenebilir [RC § 227.304(b)(3)].

¹⁴² [RC § 227.304(d); RC § 227.303] **MURPHY**, s. 799; **DORFF**, Michael B. , The Siren Call of Equity Crowdfunding, The Journal of Corporation Law, Cilt: 39, Sayı:3, 2013, s. 12. Hedeflenen tutara ulaşılmaması hâlinde yatırım tutarının ihraççıya aktarılmaması, planladığı iş için gerekli fon hedefini sağlayamamış ihraççının, hedefin altında toplanan fonlara ulaşması hâlinde bu fonları planladığı işten başka amaçlarla kullanması riskini önlemek için getirilen bir önlemdir, bkz. **CHOI/PRITCHARD**, s. 608.

Fonlama platformları işlemlere ilişkin kayıtları ilk iki yıl boyunca erişilmesi kolay olması şartıyla beş yıl süreyle saklamak zorundadır.¹⁴³ Bu kayıtlar orijinal haliyle, değiştirilmeyecek şekilde saklanmalı ve sadece kanunun izin verdiği hal ve şartlarda çoğaltılıp muhafaza edilmelidir (RC §227.404(c)).

Bu kayıtların yanı sıra korunması gereken belgeler arasında şunlar açıkça sayılmıştır (RC §227.404(b)):

- finansman işlemleri sırasında yapılmış olan ortaklık sözleşmeleri,
- ana sözleşmeler,
- tüzük,
- tutanak defterleri,
- hisse senedi sertifikaları ve
- diğer bu türdeki kurumsal belgeler.

4. Aracılık Yapılan İhraççıların Pay Sahibi Olma ve Reklam Yapma Yasağı

Securities Act bölüm 4A(a)(11) ve RC § 227.300(b) uyarınca aşağıda belirtilen kişiler mevzuat gereği aracının hizmet verdiği ihraççı şirketlerde doğrudan veya dolaylı olarak pay sahibi olamazlar:

- araçlar,
- araçların yöneticileri,

¹⁴³ RC §227.404(a)(1-9): Bu kayıtlar arasında Fonlama portalları aracılığı ile menkul kıymet satın alan veya almaya kalkışan yatırımcılara ilişkin kayıtlar, fonlama portalları aracılığıyla menkul kıymet teklif eden veya satmaya kalkışan girişimci şirketleri ve haklarındaki oluşturulmuş kayıtlar, platform üzerinde veya aracılığı ile gerçekleşmiş iletişim kayıtları, girişim şirketlerinin menkul kıymetini tanıtmak veya yatırımcılarla iletişim kurmak amaçlı fonlama portalları tarafından sağlanan iletişimde bulunanlara ilişkin kayıtlar, fonlama portallarının işlem saatleri, arızaları veya portaldaki değişiklik bildirimleri, fonlama portalları tarafından girişim şirketlerine ve yatırımcılara gönderilen bildirimler, prosedürler, portallara erişim ile ilgili talimatlar, retler veya sınırlandırmalar, portalların kendi faaliyetlerini yaptıkları tüm anlaşmalar ve kopyaları, fonlama portalları aracılığı ile gerçekleşen işlemlerin özetleri, teklif tutarına ulaşan ve fonların verildiği girişim şirketleri, işlem hacimleri ve girişimcinin hedef tutarını karşılamaya yönelik günlük ilerleme kayıtları yer almaktadır.

- üst düzey görevlileri ve
- ortakları.

Aracı kişi, verdiği hizmetler karşılığında yalnızca, ihraç edilen menkul kıymetlerle aynı türde ve aynı bir ödeme alabilir.¹⁴⁴ Teklifleri ön plana çıkarmak için ihraççılardan ilave bedellerin alınması yasaktır (Final Rule: Crowdfunding, s. 282).

Ayrıca, fonlama platformları tekliflerini diğer platformlardaki tekliflerle kıyaslayamaz, özellikle de daha güvenilir ve karlı olduklarına dair beyanlarda bulunamaz (Final Rule: Crowdfunding, s. 278). Aksi halde kanunda belirtilen yaptırımlar uygulanacaktır.

5. Dolandırıcılık Riski ve Önlemleri

Securities Act bölüm 4A(a)(5) ve RC § 227.301 uyarınca, kitle fonlaması yöntemi ve platformlarının dolandırıcıların aracı olmasına engel olunması için alınması gereken tedbirler şu şekildedir:

- Aracılar, ihraççılardan Securities Act bölüm. 4A(b) hükmü altındaki gerekliliklere uydukları konusunda bir beyan almalı ve bu beyanın doğru olduğuna ilişkin makul bir görüş oluşturmalıdır.¹⁴⁵
- Aracılar, ihraççıların beyanlarının doğruluğu konusunda şüphe yaratacak bir neden bulunmadıkça, bu beyanların doğruluğuna güvenebilirler¹⁴⁶

İhraç talebinde bulunan şirketlerin beyanları da güvenilirlik anlamında önemli konulardan birisidir. Fakat burada genel bir değerlendirme yerine somut olaya göre değerlendirme yapılması gerekmektedir (SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 169).

¹⁴⁴ Bu istisna ile SEC, ihraççıların ihtiyaç duydukları sermayeyi sağlamaları konusunda onlara bir rahatlama sağlamayı öngörmüştür; öte yandan SEC istisnanın koşullarını ise, yatırımcıların olası bir çıkar çatışmasından zarar görmesini engelleyecek şekilde dizayn etmeyi amaçlamıştır, SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 164.

¹⁴⁵ **ARMOUR/ENRIQUES**, s. 24-25; söz konusu teyit yükümlülüğü ile aracılar bir “bekçi” sorumluluğu yüklendiği görüşü için, bkz. **MANAVGAT**, s. 769.

¹⁴⁶ RC § 227.301(a). Söz konusu beyanların güvenilirliği konusunu aracılar, ihraççılarla ilişkileri devam ederken de değerlendirmelerini sürdürmelidirler.

Platformlar, dolandırıcılık tedbiri olarak ihraççıların geçmişini araştırmak zorundadır. Böyle bir ihtimalin varlığı halinde ilgili ihraç talebi reddedilip platforma erişim engellenmelidir. Araştırma yükümlülüğü SEC tarafından kesin bir şekilde belirtilmemiş olmasına karşın önlem alma yükümlülüğü her zaman söz konusudur (SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 179).

Dolandırıcılık ihtimaline yönelik makul bir şüphe ya da risk varsa o zaman ihraç iptal edilerek yatırımlar sahiplerine iade edilmelidir.¹⁴⁷ Projelerin platformlardan kaldırılmasıyla dolandırıcılık konusunda platform daha korunaklı hale gelecektir. Bunun ötesindeki tedbirlerin süreci daha karmaşık ve maliyetli hale getirmesi ihtimali de göz önüne alınmalıdır (Final Rule: Crowdfunding, s. 182).

6. Mevzuata Aykırı Yapılan İhraçlara İlişkin Yaptırım

Amerikan ilgili mevzuatına aykırı fiillerinden dolayı aracılardan yatırımcılara karşı sorumluluğu doğrudan mevzuat kapsamında ele alınmamıştır.¹⁴⁸

Securities Act bölüm 4A(c) bağlamında aracılardan bilgilendirme yükümlülüğüne aykırı olarak yaptıkları ihraçlardan sorumluluğu hakkında uygulanacak yaptırım ihraççılara bu konuda uygulanan yaptırımlarla aynıdır.¹⁴⁹ Ayrıca, kitle fonlaması platformlarının mevzuata aykırı davranmalarının sonucu FINRA açısından üyeliklerinin sona ermesidir.

¹⁴⁷ RC § 227.301(c). Buradaki makul görüş ifadesi ile SEC, aracılardan için, risk işaretlerini göz ardı edemeyecekleri nesnel bir standart getirmeyi amaçlamıştır. SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 181

¹⁴⁸ **BRADFORD**, s. 378.

¹⁴⁹ SEC Crowdfunding Final Rule Release Nos. 33-9974, 34-76324, File No. S7-09-13, Supplementary Information, s. 334; **ARMOUR/ENRIQUES**, s. 26; **BOWMAN**, s. 329. Aracılardan bu sorumluluğunun, ihraççı tarafından açıklanan bilgilerin yanlış olduğunu bildiği veya açıklanan bilgilerin doğru olmadığına ilişkin şüphe uyandıracak belirtilerin farkında olduğu durumlarda doğması gerektiği görüşü için bkz. **BRADFORD**, s. 379. SA böl. 4A(c) uyarınca sorumluluğun, belirli bir menkul kıymeti tavsiye etmemiş olan aracılardan için uygulanmaması gerektiği görüşü için ayrıca bkz. **BRADFORD**, s. 395.

B. AB Hukuna Göre Kitle Fonlaması Hizmet Sağlayıcıları

1. Genel Değerlendirme

10 Kasım 2020 itibariyle yürürlüğe giren 7 Ekim 2020 tarihli ve 2020/1503 sayılı “Avrupa Kitle Fonlaması Servis Sağlayıcıları Tüzüğü”nün ikinci maddesinde bazı önemli tanımlar yer almaktadır.

Tüzükün 2. maddesinin 1. fıkrasının d bendine göre, kitle fonlaması platformu; bir kitle fonlaması hizmet sağlayıcısı tarafından işletilen veya yönetilen, halka açık internet tabanlı bir bilgi sistemidir. Bunun yanı sıra, kitle fonlaması hizmet sağlayıcısının tanımı da 2. maddesinin 1. fıkrasının e bendi uyarınca, kitle fonlaması hizmetleri sunan tüzel kişi olarak ifade edilmiştir. Ayrıca, birlik içerisinde yerleşik olan ve kitle fonlaması faaliyeti için yetkilendirilmiş şirketler tarafından verilmesi uygun görülmüştür (Tüzük m.3(1)). Yetkilendirilmiş bu hizmet sağlayıcıları, müşterilerin çıkarlarına uygun olarak dürüst, adil ve profesyonel bir davranış sergilemesi 3. maddenin 2. fıkrasında düzenlenmiştir.

Bunun yanı sıra, kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları, platformdaki potansiyel yatırımcıları, hiçbir şekilde ücret, indirim ya da maddi karşılığı olmayan bir fayda çerçevesinde platformda yer alan tekliflere katılmaları için teşvik edemez (Tüzük m. 3(3)).

AB’nin 2020/1503 sayılı Tüzüğüne göre paya dayalı kitle fonlaması öncelikli olarak tercih edilerek, ödül ve bağış temelli kitle fonlamaları Tüzük kapsamına dahil edilmemiştir. Bu kapsamda MiFID II¹⁵⁰ uyarınca yetkilendirilmiş yatırım şirketleri, üye ülkelerin hukukuna bağlı olarak kurulan kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları Tüzük kapsamı dışındadır.

Yatırım değeri olarak da bir sınırlama vardır. 12 aylık bir dönemde 5.000.000 Euro’dan fazla olan kitle fonlaması yatırım teklifleri de Tüzüğün konusu dışında bırakılmıştır (Tüzük m.1/f.2.) Böyle bir sınır konulmasının sebebi izahname

¹⁵⁰ Finansal Araçlara İlişkin Piyasalar Direktifi 2 (MiFID II), Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU, L 173/349.

hazırlanması ile ilgilidir. 2017/1129 sayılı Direktifte “Menkul Kıymetler Halka Arz Edildiğinde veya Düzenlenmiş Bir Piyasada İşlem Görmeye Kabul Edildiğinde Yayınlanacak İzahname Direktifi” 1.000.000 Euro’dan az olan halka arz ve borsaya kote başvuruları açısından izahname hazırlamanın maliyeti orantısız görülmüş ve izahname yükümlülüğünün bu kadar küçük ölçekli tekliflere uygulanmaması gerektiği belirtilmiştir. Ayrıca Birlik içindeki mali piyasalar göz önüne alındığında 8.000.000 Euro’yu aşmadığı sürece izahnameden muaf tutmanın mümkün olabileceği belirtilmiştir. Üye devletler 1.000.000 Euro ve 8.000.000 Euro arasında bir eşik belirlemekte özgür bırakılmıştır. İzahname hazırlama yükümlülüğünün düşük bir eşikte uygulandığı ülkelerde ulusal düzeyde gerekli değişiklikleri yapabilmeleri için geçiş dönemine sahip olacaktır.

2. Yetkilendirme

Kitle fonlaması hizmetini sağlayan şirketlerin yetkilendirilmesi de önem arz etmektedir. Bu konuda, tek bir kurallar bütününden oluşan ve orantılı bir düzenleme yapılmasının şu avantajları mevcuttur:

- Sınır ötesi ülkelerdeki kitle fonlaması mekanizmasının işlerliğini daha kolay hale getirmek,
- Kitle fonlamasına yönelik risklerin azalmasını sağlamak,
- Şeffaflığın artırılması,
- Yatırımcıların korunmasına uygun hale getirmek (Tüzük, m. 30).

Bunun yanı sıra, kitle fonlaması platformları aşağıdaki şartlara uygun bir politikaya sahip olmalıdır:

- Yatırımcıları yüksek bir standartta koruması,
- Kitle fonlamasından doğacak muhtemel risklerin minimize edilmesi,
- Tüm ilgililere adil ve şeffaf davranılması,

- Platformda yer alacak projelerin profesyonel bir seçime tabii tutulması (Tüzük, m. 18).

Ayrıca Avrupa Birliği sınırları içerisinde üye ülkeler arasında yatırımcıların sermayelerini serbestçe hareket ettirmeleri ve kitle fonlaması platformlarındaki projelere yatırım yapmaları için bu Tüzük bünyesinde yetkilendirilmiş hizmet sağlayıcılarına getirilen yükümlülöklere ilave olarak yeni yükümlölükler getirmeleri yasaklanmıştır (Tüzük, m. 33).

AB Tüzüğüne uygun yetkilendirme için sağlanması gereken şartlar arasında; yetkili kurumların kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının hizmetleri hakkında bilgilendirilmiş olmaları, yönetim kalite standartlarına uygun olmaları ve bu konuda değeriendirme yapılmış olması, organizasyon yapıları ve iç prosedürlerinin de değeriendirilmiş olması yer almaktadır (Tüzük, m. 34).

AB Tüzüğü madde 3 fıkra 1 uyarınca ESMA (“European Securities and Markets Authority”) adlı kuruluşa başvurularak yetki almış olan kişiler ancak kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarına ruhsat verebilir. Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Kurumu olarak tercüme edilen ESMA, Avrupa Birliği’nin finansal yapısının korunması ve sermaye piyasalarını düzenleyerek istikrarlı finansal piyasaları teşvik eden bağımsız bir AB kuruluşudur.¹⁵¹

Bu bağlamda Tüzüğün 12. ve 15. maddeleri uyarınca belirtilen şartları sağlayan hizmet sağlayıcıları, ESMA’nın siciline kayıtlı olmak zorundadır. Ayrıca, hizmetin sunulmak istendiğı üye ülkenin yetkili makamına da başvuru yapılması aranmaktadır. Bu çerçevede, AB üye ülkeleri bu başvuruları değeriendirecek makamların atanması akabinde ESMA’ya bildirimde bulunmalıdır.¹⁵² Bunun yanı sıra, birden fazla yetkili makam atanması da mümkündür. Fakat Tüzüğün 29. maddesi kapsamında atanan tüm bu makamların ESMA’ya bildirilmesi ve websitesinde yayınlanması gerekmektedir.

¹⁵¹ Detaylı bilgi için bkz. <https://www.esma.europa.eu> (11.01.2022).

¹⁵² Ayrıca, Tüzük, m. 61 uyarınca; etkili bir denetim ve yetkilendirme prosedürünü sağlamak için Üye Devletler, yetkili makamlar tarafından yerine getirilecek görev ve işlevleri tanımlamalı, aynı zamanda etkili sınır ötesi idari işbirliğini kolaylaştırmak için de her Üye Devlet, ESMA ve Birlik genelindeki yetkili makamlarla iletişimi yönetmek için tek bir irtibat noktası belirlemelidir.

Yetkilendirilen bu makamların işlemlerde tarafsız ve bağımsız davranılması önem arz etmektedir (Tüzük m. 62).

Ayrıca bu makamların kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarını denetleme ve soruşturma yetkileri de vardır. Tüzük madde 30 uyarınca, Tüzüğün ihlali ihtimali gündeme getirecek makul nedenlerin ortaya çıkması halinde kitle fonlaması tekliflerini belirli bir süreyle askıda tutabilir ya da yasaklama yoluna gidebilir. Bunun ötesinde belirtilen yükümlülüklerin yerine getirilmediğine dayanılarak kamuoyuna bu konuda açıklama yapabilir.

AB Tüzüğü kapsamında yetki almış kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının diğer bir yükümlülüğü ise güncel ve umuma açılmış bir kayıtlarının olması ve bu kaydında AB içerisindeki yetkilendirilmiş bütün platformlara dair kapsamlı bilgileri barındırması gerekmektedir (Tüzük m. 36).

Yetkili kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının, kitle fonlamasının hizmetinin yanı sıra başka faaliyetlerde bulunmasına izin verilmiştir (Tüzük m. 38).

Tüzüğün 17. maddesi uyarınca yetkili makamlar aşağıda sayılan durumlarda kitle fonlaması hizmeti veren tüzel kişilerin yetkilerini geri alabilir:

- iznin verildiği tarihten itibaren yetkisini 18 ay boyunca kullanmamış,
- yetkisinden açıkça feragat etmiş,
- art arda dokuz ay boyunca kitle fonlaması hizmeti sağlamamış,
- yetkisini yasal olmayan yollardan elde etmiş,
- yetkilendirme koşullarını artık taşımayan ve
- bu yönetmeliği ciddi biçimde ihlal eden.

Aynı zamanda kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları, pazarlama faaliyetlerine önem vererek tarafların pazara ve tekliflere erişimini kolaylaştırmalıdır ve tarafların anlayacağı dillerde yayın yapmalıdır (Tüzük m. 58). Ayrıca bu kişilerin web sayfaları

da güncel olmalıdır. Bunun yanı sıra ye ülkelerdeki farklı uygulamaların anlaşılması için ESMA tarafından her yıl bir rapor yayınlanmalıdır (Tüzük m. 59).

3. Bilgilendirme, Temel Yatırım Bilgi Formu ve Etkin Yönetim

“Non-sophisticated Investor (Sofistike/Uzman olmayan Yatırımcı)” olarak adlandırılan yatırımcıların kitle fonlaması ve buna ilişkin yatırımlardan doğabilecek risklerle alakalı bilgilendirilmeleri ve bu risklerin farkında olmaları için “Entry Knowledge Test (Temel Giriş Testi)” yapılacaktır. Bu testin sonucunda yetersiz olan yatırımcılar durumları hakkında uyarılacaktır.¹⁵³

Bunun yanı sıra uzman olmayan yatırımcılar için kitle fonlamasının risklerini dikkate alınarak yatırılacak miktarlara dair sınırlamalar mevcuttur. Buna karşın uzman ve deneyimli yatırımcılar için yatırımlarına dair miktar sınırlaması yoktur (Tüzük m.46). Tüzük madde 21 fıkra 4 uyarınca bu yatırımcıların kitle fonlamasına yatırım yaptıkları vakit risk aldıklarının farkında olmaları ve bunu kabul etmeleri gerekmektedir.

Uzman olmayan yatırımcılara karşın alınan bu tedbirlere karşın uzman ve bilgili yatırımcılar ise risklere karşı bilgilendirilmeli ve bu riskleri üstlendiklerini açıkça kabul ettikleri beyanından sonra yatırımlarını yapabilir (Tüzük m. 45).

Bu bağlamda kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının uzman olmayan yatırımcıların yatırım tekliflerini iptal etme imkânının olduğu ya da ilgili teklife yönelik düşünme süresinin verilmesi adına “Reflection Period (Tepki Süresi)” olarak ifade edilen bir süre tanınacaktır. Yatırımcının bu süresi yatırım teklif tarihi itibarıyla başlar ve 4 gün sürecektir. Ayrıca bu srelerin kullanımı ve teklifin kabul ve iptal etme yöntemleriyle ilgili bilgi verilmesi gerekmektedir (Tüzük m. 22).

Bu dönem sona ermeden yatırımcılardan para alınmayacağı ve proje sahibine fonun iletilmeyeceğine dair kitle fonlaması yatırımcılarına bilgi verilecektir. Ayrıca, uzman olmayan yatırımcıların gerekçe belirtmeden ya da herhangi bir cezaya tabii

¹⁵³ GAJDA, Oliver/ MAROM, Dan/ WRIGHT, Tim, Crowdsassets: Crowdfunding for Policymakers, Singapur, World ScientificYayıncılık şirketi, 2020, s. 427-428. Tüzük, m.43). Giriş bilgi testi yapılmasına veya risk uyarıları konusunda kitle fonlaması hizmet sağlayıcıların bilgili yatırımcılara bilgi vermesine gerek yoktur, böyle bir sorumluluk yklenilmemelidir. Tüzük, m. 44).

olmaksızın iptal etme hakkına sahip olacağına dair bilgilendirme yapılmalıdır (Tüzük m. 47). Böylece, uzman olmayan yatırımcılar da riskleri dikkate alarak hukuki olarak asgari koruma çerçevesinde yatırım yapma imkânına sahip olacaktır. Salt tecrübe ve bilgi eksikliğine dayalı kaybetme riski de azaltılmış olacaktır.

Tüzük madde 19 fıkra 5 ve 6 gereği, kitle fonlaması platformlarının projelere yönelik bazı yükümlülükleri vardır:

- Projelere dair puansal değerlendirme ve fiyat önerisi yapılması halinde bu yöntemlerin ilgili yatırımcı adaylarına açıklanması gerekmektedir
- Tüm bu konular, kitle fonlaması platformunun websitesinde de açıkça ifade edilmeli ve erişilebilir olmalıdır.

AB tarafından çıkarılan bu Tüzüğün en önemli unsurlarından birisi de kitle fonlaması projelerine dair yatırımcıların bilgilendirilmesi için hazırlanan temel yatırım bilgi formu olarak adlandırılan “The Key Investment Information Sheet”¹⁵⁴’tir. Her bir proje için proje sahibi tarafından oluşturulan yatırım bilgi formları, potansiyel yatırımcılara sunulmak üzere hazırlanmalıdır (Tüzük m. 51).

Yatırım Bilgi Formu’nda olması gereken bazı özellikler şu şekildedir:

- Spesifik ve kitle fonlamasının belirli özelliklerini yansıtılmalı,
- Proje sahibine dair muhtemel riskler ifade edilmeli,
- Proje sahibi ve yatırımcıların hakları, ücretleri ve yükümlülükleri ifade edilmeli,
- İhraç edilecek menkul kıymetlerin türü belirtilmeli,

¹⁵⁴ Temel yatırım bilgi formu hakkında, tekliflerin belirli özellikleri yansıtması gerektiği ve yatırımcıların bilgi ihtiyaçlarına göre tasarlandığı belirtilmiştir. Tüzük, m. 67). Tüzük bu formun asgari içeriklerini belirlemektedir. Bu noktada form referanslar dışında dipnot içermeyecek ve maksimum altı yüzden oluşacaktır (Art.23(7)). (revise) Bu formla yatırım ortamının, 2014/49 sayılı Direktif “Mevduat Garanti Tasarısı Direktifi” kapsamında oluşturulan mevduat garanti programları ve Direktif 97/9 (EC) “Yatırımcı Tazminat Planlarına İlişkin Direktif” kapsamında oluşturulmuş yatırımcı tazminat programları tarafından karşılanmayan riskler içerdiği konusunda uyarılmalıdır.

- Kitle fonlaması amacıyla sunulan krediler ve araçların bilgilerini içermeli,
- Yatırım bilgi formuna ek bilgiler platformlar tarafından sunulmasına imkân verilmelidir (Tüzük, m. 51 ve m. 52).

Tüzük madde 23 fıkra 8 uyarınca, yatırım bilgi formu proje teklifi bitene kadar aktif ve güncel tutulmalıdır. Önemli bir değişiklik olması durumunda da hızlı bir şekilde güncellenmeli ve taraflar bilgilendirilmelidir.

Yatırım bilgi formunda yer alan önemli yanlışlık, eksiklik ya da hatanın yatırımcı açısından önemli riskler barındırması halinde bu durumun bir an önce proje sahibine bildirilmesi gerekmektedir. Ayrıca Tüzük madde 23 fıkra 12 uyarınca, formda yer alan bu tarz yanıltıcı ve eksik bilgiler, kitle fonlaması teklifini belirli bir süreyle askıya alınarak düzeltilip yatırımcıya sunulmalıdır. Bu eksiklikler giderilmezse kitle fonlaması platformları yatırımcıları korumak için bu projeleri askıya alabilir ya da iptal edebilir (Tüzük, m. 53). Eksiklik veya yanlış bilginin sorumluluğu konusunda proje sahibi ve platform müteselsilen sorumlu olacaktır. Bu nedenle kitle fonlaması platformları, bilgi formunun içeriği ve doğruluğu konusunda beyan ve taahhütte bulunacaktır.

Yatırım bilgi formunun yatırımcıya sunulmadan en az 7 iş günü öncesinden yetkili makamlarca onayı istenebilir ama bu durum kitle fonlaması hizmetlerinde aksamalara ve gecikmelere neden olacağı için taraflar açısından uygun görülmemektedir.¹⁵⁵

Kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının sunduğu hizmetin verimli bir şekilde yönetilebilmesi için etkin ve ehliyetli bir yönetim oraya konması ve bu yönetimin de belirli düzenlemeler çerçevesinde sürdürülmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, platforma yönelik gelen şikayet ve eleştirileri dikkate alarak ilgilenmek ve potansiyel riskleri bertaraf etmek için prosedürler ve tedbirler ortaya konulmalıdır.¹⁵⁶ Bu kapsamda, Tüzüğün 7. maddesi uyarınca şu prosedürler dikkate alınmalıdır:

¹⁵⁵ Onay konusu Tüzük m.23/f.14'te düzenlenmiştir. Ayrıca onayın yanı sıra üye ülkeler, yatırımcıları korumak için daha kapsamlı önlemler alabilir.

¹⁵⁶ Ayrıca yönetiminden sorumlu gerçek kişiler iyi itibara, yeterli bilgi, beceri ve deneyime sahip olmalıdır. Tüzük, m.23 ve m. 24.

- platforma ulaşan şikâyetlerin hızlı, adil ve tutarlı bir şekilde ele alınması için etkili ve şeffaf hareket edilmesi,
- bu prosedürlerin yayınlanması,
- şikâyetlerin ve alınan önemlerin kaydının tutulması,
- ESMA'ya iletmeli ve şikâyet sonucunu makul bir sürede açıklaması gerekmektedir.

Bu tedbirlerin denetimi ve yönetimi konusunda platformların yönetim organlarına sorumluluk yüklenmektedir. Pazarın ve müşterilerin talepleri doğrultusunda; işin devamı, görev bölüşümü ve menfaat çatışmalarının engellenmesi gibi tedbirleri içeren etkin ve ihtiyatlı yönetim için gerekli eylemler ve düzenlemeler oluşturulmalıdır. Bu prosedürlerin denetimi ve uygulaması da bu organın görevleri arasındadır.¹⁵⁷

Tüzüğün 8. maddesi 2. fıkrası kapsamında, kitle fonlaması platformlarının tarafsızlığını sağlamak ve çıkar çatışmalarını engellemek için kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları, hissedarları, çalışanları, yöneticileri ve bu kişilerle yakın menfaat ilişkisi içerisinde olan gerçek ya da tüzel kişilerin proje sahibi olmamaları tavsiye edilmektedir. Fakat bu kişilerin çıkar çatışması oluşmaması şartıyla yatırımcı olmaları mümkündür (Tüzük m. 26).

4. Dolandırıcılık Önlemleri

Kitle fonlamasına dair platformların diğer bir yükümlülüğü ise bu aracın kara para aklama ve terör finansmanı için kullanılmaması için gereken tedbirleri almasıdır. Bu çerçevede 26 Haziran 2017 tarihli Rapor kapsamında kitle fonlaması kara para aklama ve terör finansmanı için bazı riskleri bünyesinde barındırmaktadır ve bu risklerin gerçekleşmemesi için önlemler ve kısıtlamaları platformlar almak zorundadır.¹⁵⁸

¹⁵⁷ Bu konuda Tüzüğün m.4/f.1'si düzenleme içermektedir ve ikinci fıkra uyarınca yönetim organı, kitle fonlaması platformunda aracılık edilen kredilerle ilgili riskleri değerlendirmek için uygun sistemleri ve kontrolleri kuracak ve bunların uygulanmasını da denetleyecektir.

¹⁵⁸ Tüzük, m. 32. İlgili rapor için bkz. Report From The Commission to the European Parliament and the Council on the Assessment of the Risks of Money Laundering and Terrorist Financing Affecting the Internal Market and Relating to Cross-Border Activities, COM/2017/0340, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017DC0340> (son erişim tarihi 09.01.2022).

Kara para aklama ve terör finansmanının engellenmesi adına tedbirlerden birisi de Tüzük madde 5 fıkra 1 kapsamında proje sahiplerine yönelik asgari düzeyde durum tespiti yapılmasıdır. Ayrıca Tüzük madde 5 fıkra 2 uyarınca, sabıka kaydıyla alakalı değerlendirme yapılmalı ve ilgili Direkif bakımından proje sahibinin yüksek riskli üçüncü ülkede yerleşim sahibi olup olmadığı incelenmelidir.¹⁵⁹

Bu konuda üye devletlerin de caydırıcı ve önleyici cezaları düzenleme yükümlülüğü mevcuttur. Bu ceza ve tedbirler; caydırıcı, orantılı ve etkin olmalıdır ve Tüzük üye ülkelerin yerel mevzuatları uyarınca verilebilecek daha yüksek cezalara da engel olmamalıdır (Tüzük m. 64).

5. Kayıtların Saklanması

Kitle fonlaması hizmet sağlayıcısı finanse edilen projelerdeki hem proje sahipleri ve topladıkları miktar hem de yatırımcılar hakkındaki bilgileri kendisine yetki veren otoriteye gizli olarak her yıl sunacaktır (Tüzük m. 16). Yetkili otorite ise bu bilgileri aldığı tarihten itibaren 1 ay içinde ESMA'ya sunacaktır. Bu bilgilerin korunması açısından ayrıca düzenlemeler yapılmıştır. Öncelikle kişisel verilerin işlenmesine ilişkin olarak yetkili makamlar görevlerini 2016/679 sayılı Tüzük “Genel Veri Koruma Tüzüğü” uyarınca yerine getirmelidir. Ayrıca, kişisel verilerin ESMA tarafından işlenmesine ilişkin olarak ise 2018/1725 sayılı Tüzüğe “Birlik kurumları, organları, ofisleri ve ajansları tarafından kişisel verilerin işlenmesine ve bu verilerin serbest dolaşımına ilişkin gerçek kişilerin korunması tüzüğüne” uygun olması gerekmektedir (Tüzük m. 36).

Kitle fonlaması hizmet sağlayıcıları tüm kayıtları en az 5 yıl süreyle kalıcı olarak bir ortamda tutmalı, müşterilerinin kendilerine sağlanan hizmetlerin kayıtlarına her

¹⁵⁹ Durum tespitinin yapılabilmesi için Bu Tüzüğün ihlallerin tespiti amacıyla, yetkili makamların kitle fonlaması hizmet sağlayıcıların belgelerine el koyabilmek için öncelikle bu belgelere erişebilmeleri gereklidir. Erişim için, teftiş veya soruşturma konusu ile ilgili belge ve diğer verilerin mevcut olması ve bu Tüzüğün ihlalini kanıtlamak için ilgili belgelerin olabileceğine dair makul şüphe gereklidir. Ek olarak, önceden bilgi talebinde bulunulduğunda buna uyulmaması veya talepte bulunulduğu takdirde uyulmayacağına ilişkin makul gerekçelerin bulunması durumunda ya da bilgi ve belgelerin kaldırılması, tahrif edilmesi veya imha edilmesine ilişkin durumlarda bu tür tesislere erişim gereklidir. (Tüzük, m. 63).

zaman erişebilmesini sağlamalı ve müşteriler ile yapmış oldukları tüm anlaşmaları en az beş yıl süreyle sürdürmelidirler (Tüzük m.26).

VI. DEĞERLENDİRME

Yatırımcının koruması meselesi ve yatırım/hisse bazlı kitle fonlaması hizmeti veren çevrimiçi platformlara dair tecrübeler sonucunda ortalama bir yatırımcının kitle fonlaması yapması konusundaki endişeleri henüz giderilmemiştir. Girişimlere yapılan ilk yatırım turu, genelde son yatırım turu değildir ve devamı bir şekilde gelmektedir. Bireysel yatırımcıların toplam yatırımlarının büyük meblağlar doğurduğu göz önüne alındığı vakit, bireysel ve uzman olmayan yatırımcılar şu anki sistemin içerisine henüz doğru bir şekilde entegre edilmemiştir.

Özellikle de ilk turdan sonraki yatırım turlarında ilk turdaki haklarının bir kısmını yitirecek olan bireysel yatırımcıların uzman ve tecrübeli yatırımcılar karşısında durması mümkün değildir. Bu nedenle hukuki düzenlemelerin ve sözleşmesel hükümlerin ne şekilde olacağı ve girişim yatırımcıları ile girişim şirketleri arasındaki menfaatlerin nasıl dengeleyerek devam yatırım turlarına vesile olacakları henüz belli değildir.¹⁶⁰

JOBS Kanunu ve AB düzenlemeleri incelendiği vakit kitle fonlamasına dair düzenlemelerin ağırlıklı olarak birincil piyasaya yönelik olduğu görülmektedir. Bu nedenle ikincil piyasa bakımından düzenlemeler sınırlıdır. Bu çerçevede kitle fonlaması amacıyla ihraç edilen menkul kıymetlerin yatırımcı tarafından alındıktan bir süre içerisinde başkasına devredilemeyeceği açıkça düzenlenmiştir. Ayrıca ilgili menkul kıymetler bu süreçten sonra da sadece akredite bir yatırımcıya, aile üyesine, SEC’te kayıtlı bir ihraç süreci sonunda veya sadece ihraç eden girişimciye devredilebileceği hüküm altına alınmıştır.¹⁶¹

Bu nedenle kitle fonlaması yöntemi sonucunda ihraç edilen payların sınırlı bir ikincil piyasası bulunmaktadır. Ayrıca kitle fonlaması tarafından ihraç edilen payların miktarı, halka açık şirketlerin ihraç ettiği menkul kıymetlere nazaran çok düşüktür. Bu

¹⁶⁰ WEINSTEIN, s. 452.

¹⁶¹ SCHWARTZ, s. 1463; 15 U.S.C. 77d-1(e).

kapsamda halka açık şirketlerin payları ikincil piyasaları olması ve alıcı ile satıcı bulunması nedeniyle daha az sorunla karşılaşmaktadır.¹⁶²

Sonuç olarak sınırlı sayıda girişimci tarafından sınırlandırılmış şekilde ihraç edilen menkul kıymetlerin ikincil piyasasının da çok kısıtlı olması kitle fonlamanın Amerika ve Avrupa Birliği'ndeki gelişimini yavaşlatmaktadır. Ayrıca kısıtlı şekilde el değiştirme imkânı verilen payların yatırımcılar tarafından da tercih edilmemesi sorun teşkil etmektedir.



¹⁶² KÜÇÜKGÜNGÖR, s. 99.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA KİTLE FONLAMASI

I. TÜRK HUKUKUNDA KİTLE FONLAMASINA İLİŞKİN MEVZUATIN GELİŞİMİ VE HUKUKİ DÜZENLEMELER

Kitle fonlaması sisteminin Türkiye’de diğer ülkelere nazaran daha geç bir tarihte uygulanmaya başlanması ve yaygınlaşmasının bir sebebi de Türkiye’de 2007 yılı itibariyle on yıldır bulunan sermaye girişi ve nakit para fazlalığı olmuştur. Zira sermaye girişi ve nakit para fazlalığı sayesinde fon sağlama işlemleri, girişimciler ve şirketler bakımından daha kolay ve ulaşılabilir nitelikteydi. Bu kapsamda devlet fonları, AB fonları ve TÜBİTAK gibi kurumların fonları gibi imkânların varlığı fona ulaşma imkânını büyük ölçüde arttırmakta ve kitle fonlaması gibi sistemlere duyulan ihtiyacı azaltmaktaydı. Ancak dünyada, özellikle de ABD’de yaşanan 2008 Küresel Ekonomik Krizi’nden sonra olduğu gibi Türkiye’de de sermaye girişi ve nakit para sıkıntılarının baş göstermesiyle girişimciler için fon bulma sorunu, girişimcilerin başka alternatiflere yönelmesine sebep olmuştur. Dolayısıyla alternatif fon arayışlarının ortaya çıkmasıyla birlikte Türkiye’de kitle fonlaması nispeten geç bir dönemde de olsa yaygınlaşmaya, gelişmeye ve büyümeye başlamıştır.¹⁶³

A. Mevzuatın Tarihsel Gelişimi ve Hukuki Düzenlemeler

Finansal piyasalarının önemli bir parçası olan sermaye piyasaları, fon arz ve talebinin orta uzun vade olarak nitelendirilebilecek şekilde bir yılı geçen sürelerle oluştuğu, oluşan bu arz ve talebin de kayıt ve vesaik altında birincil ve ikincil piyasalar çerçevesinde alım ve satım olarak kitleler ile karşılaştığı piyasalardır.¹⁶⁴ Sermaye piyasalarının başlıca fonksiyonu orta uzun vadeli yatırımların finansmanın sağlanması olup bir ülkenin gelişmiş bir sermaye piyasasına sahip olması ise o ülkede orta uzun

¹⁶³ ÜNSAL, s. 69.

¹⁶⁴ ADIGÜZEL, Burak: Sermaye Piyasası Hukuku, 3. Baskı, Ankara, Adalet Yayınevi, 2019, s. 23.

vadeli yatırımların kaynak ihtiyacının karşılanmasına kolaylaştırıcı bir etki yaratmaktadır.¹⁶⁵

Sermaye piyasalarının ülkelerin büyümesine katkı sağlama işlevine rağmen ülkemizde regülasyon süreci eskilere gitmeyen sermaye piyasalarına ilişkin ilk düzenleme, regülasyon çalışmalarının daha önce başlamış olmasına rağmen ancak 2499 Sayılı Kanun ile 1982 yılında getirilmiştir.¹⁶⁶ 2012 yılına kadar yürürlükte kalan bu Kanun, 6.12.2012 tarihinde kabul edilen 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile mülga edilmiş olup yeni Kanun, gerek Avrupa Birliği mevzuatı gerekse 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile uyumun sağlanması hedefiyle yürürlüğe konulmuştur.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun¹⁶⁷ birinci maddesinde bu kanunun getirilmesiyle; sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işlemesinin ve gelişmesinin ve yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasının sağlanmaya çalışıldığının amaçlandığı ve bu amaç doğrultusunda sermaye piyasasının düzenlendiği ve denetlendiği belirtilmiştir.

SerPK'nın düzenlenme amacından da açıkça görüleceği üzere nitelikli yatırımcıların yanında kitlelerden ve halktan para toplanmasının hukuki zemini olan sermaye piyasalarında; güvenilirlik, şeffaflık ile yatırımcının hak ve menfaatlerinin korunması ilkeleri, Kanun kapsamında benimsenen en önemli amaçlar arasında yer almıştır. SerPK'nın amacının bu şekilde zikredilmesi ise sermaye piyasalarında yatırım yapan ve kar odaklı faaliyet gösteren ekonomik kurum, kuruluş ve aktörlerin rekabetçi bir ortamda istikrarlı ve etkin bir biçimde piyasadan istifade etmesine ilişkin anlayış ile şeffaflığın sağlanması suretiyle kitleler ve halkın bilgi sahibi olmasına ve yatırımcı güveninin sağlanmasına ilişkin anlayışın, sermaye piyasasının işleyişi için aynı önemde görüldüğünü göstermektedir.

Nitekim bu anlayış ve amaçlar doğrultusunda, kitlelerden para toplama ve bunlarla girişimlerin ve projelerin finansmanının sağlanmasının gerçekleştiği kitle

¹⁶⁵ **KAYA**, Feridun: Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar, 1. Baskı, İstanbul, Beta Basım Yayım, 2019, s. 158.

¹⁶⁶ Sermaye piyasası mevzuatının Türkiye'deki tarihsel gelişimine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **GÜNDOĞDU**, s. 151 vd.

¹⁶⁷ RG., T. 30.12.2012, S. 28513.

fonlaması sistemine ilişkin ilk hukuki düzenleme de Sermaye Piyasası Kanunu'na kitle fonlamasının tanımının eklenmesidir. Bu çerçevede 28.11.2017 tarihli ve 7061 Sayılı Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un 107. maddesiyle yapılan değişiklikle Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinin 1. fıkrasına z bendi eklenmiş olup kitle fonlaması,

“Bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla SPK tarafından belirlenen esaslar dâhilinde bu Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanması” tanımıyla Türk mevzuatında yer bulmuştur.

Diğer yandan kitle fonlaması platformlarının elektronik ortamda hizmet veren ve kitle fonlaması faaliyetinin gerçekleştirilmesinde girişimci ve yatırımcı arasında bir aracı kurum niteliği ile tarafları buluşturan bir mecra olduğu hususu da aynı tarihte gerçekleştirilen değişiklikle ilk kez SerPK'nın 35/A maddesinde belirtilmiştir.

Yine aynı düzenleme ile yapılan değişikliklerle Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında ihraççı kavramı ve halka açık anonim ortaklık kavramı tanımlarından ve izahname hazırlanması yükümlülüklerinden niteliği gereği istisna tutulmasına ilişkin hükümler SerPK'ya eklenmiş ve SerPK'nın 35/A maddesi kapsamında kitle fonlama platformlarına ilişkin temel düzenleme gerçekleştirilmiştir.

Birtakım istisna ve muafiyetler getirilerek kitle fonlamasında nispeten esnek ve serbest bir piyasa ortamının amaçlanmasının yanında fonlama sürecine ilişkin usul ve esasların düzenlenmesiyle, güvenilir bir kitle fonlama yatırım ortamının oluşturulması amaçlanmıştır. Usul ve esaslar ise genel itibarıyla Sermaye Piyasası Kanunu, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu¹⁶⁸, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan tebliğ ve alınan kararlar ile sair mevzuat doğrultusunda şekillenmiştir.

Bu doğrultuda da Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanarak 3 Ekim 2019 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan “Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nde (III – 35/A.1)” (“Mülga Tebliğ”)¹⁶⁹ paya dayalı kitle fonlaması kapsamında uyulması

¹⁶⁸ RG., T. 14.02.2011, S. 27846.

¹⁶⁹ RG., T. 3.10.2019, S. 30907.

gereken yükümlülük ve sorumluluk esasları belirlenmiş olup kitle fonlaması faaliyeti gösteren aktörlerin denetim ve gözetim altında olması sağlanmıştır.

Daha sonra ise 27 Ekim 2021 tarihinde Kitle Fonlaması Tebliği (III – 35/A.2)¹⁷⁰ yayımlanarak borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına ilişkin yükümlülük ve sorumluluk esaslarının çerçevesi çizilmiştir.

Mevzuatın gelişimine bakıldığında ilk çalışmaların 2016 yılı içerisinde başlayarak Aralık 2016’da tasarı olarak sunulmuş olmasına rağmen;¹⁷¹ Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında ilk değişikliklerin regülasyon çalışmalarından ancak bir yıl sonra yapılabildiği, bu kapsamda gerçekleştirilen temel düzenleme olan 3 Ekim 2019 tarihli Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği’nin (III – 35/A.1) yaklaşık üç yıl sonra yürürlüğe girebildiği; borçlanmaya dayalı olarak halktan para toplanmasına ilişkin ikincil düzenleme olan 27 Ekim 2021 tarihli Kitle Fonlaması Tebliği’nin (III – 35/A.2) ise iki yılı aşkın bir sürenin sonunda yürürlüğe girebildiği görülebilecektir.

1. Sermaye Piyasası Kanunu

Bilindiği üzere kitle fonlaması; Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenecek esaslar dahilinde projelere, girişimcilere ya da kaynak ihtiyacı bulunan girişim şirketlerine gerekli fonun elektronik ortamda sağlanmasına ilişkin alternatif bir finansman sağlama yöntemidir. Ancak kitle fonlaması ile sağlanan finansmanın, sermaye piyasası ile elde edilen finansmanlara kıyasla daha küçük ölçekte olması nedeniyle; kitle fonlamasında sermaye piyasası kapsamındaki ortaklıklar ve ihraççılara nazaran daha serbest ve esnek bir yaklaşım benimsenmiştir.

Nitekim 26 Aralık 2016 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisi Başkanlığı’na sunulan Sermaye Piyasası Kanunu’nda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun Tasarısı’nda kitle fonlaması kapsamında girişimlerin hızla gelişme gösterebilmesi için sıkı düzenlemelere ve bürokrasiye tabi olmama suretiyle maliyetlerinin azaltılması gerektiği belirtilmiştir. Bu şekilde bir yaklaşımın dayanak noktaları ise Kanun Tasarısı’nın gerekçe bölümlerinde platformlara ait internet siteleri vasıtasıyla

¹⁷⁰ RG., T. 27.10.2021, S. 31641.

¹⁷¹ ÜNSAL, s.111-117.

girişimciler ve kitleler arasında erişimi kolay bir yatırım ilişkisinin oluşmasının amaçlandığı¹⁷², küçük ölçekte finansman elde eden girişimcilerin gelişimi için katı regülasyonlardan ve prosedürlere arı tutulması gerektiği¹⁷³, kitle fonlama faaliyeti yürüten şirketlerin niteliği ve elde edilecek fon miktarının azlığı sebebiyle esnek bir yaklaşım benimsenmesinin amaçlandığı¹⁷⁴ açıkça ifade edilmiştir.

Bu amaçlar ve esaslar doğrultusunda Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan düzenlemeler ve yayınlanan Tebliğler ile; kitle fonlaması faaliyeti gerçekleştiren aktörler yine denetim ve sınırlama altında olmakla birlikte birtakım yükümlülük ve kısıtlamaların dışında tutulmuştur.

Bu kapsamda kitle fonlama platformlarının kurulması ve faaliyet gösterebilmesi SPK tarafından verilecek izne tabi kılınmıştır. Burada halihazırda kurulmuş olan ve belirli sosyal yardımlaşma projelerinin ve fikirlerinin yayınlandığı ve fon toplandığı kitle fonlaması platformlarının yasal statüsü ve faaliyetleri için SPK iznine tabi olup olmayacağı sorusu akla gelmektedir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinde tanımlanan kitle fonlaması kavramının bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla yatırımcı tazminine tabi olmaksızın halktan finansman bulunması olarak belirtildiği görülecektir. Ayrıca bu

¹⁷² 26 Aralık 2016 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun Tasarısı, Genel Gerekeç:

“Yapılan bu düzenleme ile yetkilendirilecek kitle fonlaması platformlarının işlettikleri internet siteleri vasıtasıyla girişimcinin kitleye, kitlenin girişimciye erişimini kolaylaştıracak düzenli bir yatırım ortamının sağlanması amaçlanmaktadır.”

¹⁷³ 26 Aralık 2016 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun Tasarısı, Madde Gerekeçleri m.1:

“Kitle fonlaması ile projeler veya girişim şirketleri ile kitle fonlaması platformları üzerinden belirli büyüklüklerin altında finansman sağlanmakta olup, bu şekilde sağlanan finansman ortaklıkların sermaye piyasası aracı ihracı ile elde ettiği finansmana kıyasla oldukça düşüktür. Ayrıca bu yöntemle finansman sağlayan girişimler genellikle küçük yatırımlarla büyük projelere ulaşma imkânı tanıyan inovatif girişimler olup, bu girişimlerin hızla gelişme gösterebilmesi için sıkı düzenleme ve bürokrasiye tabi olmamak suretiyle maliyetlerinin azaltılması önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra, kitle fonlaması ile finansman sağlayan ortaklıklar halka açık bir ortaklığa kıyasla oldukça küçük ölçekte olup, bu kapsamda bu ortaklıklardan halka açık bir ortaklığın sahip olduğu kurumsal yapıya sahip olması da beklenmemektedir.”

¹⁷⁴ 26 Aralık 2016 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun Tasarısı, Madde Gerekeçleri m.4:

“Bu kapsamda, esas itibarıyla küçük ölçekli şirketlere fon sağlama amacıyla kurulan ve genel hükümler kapsamında sorumluluk addedilen kitle fonlaması faaliyetinin, gerek bu faaliyeti yürütecek şirketlerin niteliği, gerekse fonun elde edilmesinde kolaylık sağlanması bakımından sadece yatırım kuruluşları tarafından nispeten sınırlı koşulları altında yürütülebilecek yatırım hizmet ve faaliyeti ya da yan hizmet kapsamına dahil edilmeyerek esnek bir yaklaşım izlenmesi amaçlanmaktadır.”

tanım çerçevesinde detaylandırılan kitle fonlaması faaliyetinin en önemli kurumu olan kitle fonlama platformlarını tanımlayan 35/A maddesinin 1. fıkrasının ikinci ve üçüncü cümlelerinde SPK'nın kitle fonlama platformları üzerinden ortaklığa veya borçlanmaya dayalı yöntemler suretiyle fon toplanması konusunda belirleme yapabileceği belirtilmiştir.

Görüleceği üzere kanun koyucu, sermaye piyasaları mevzuatı ile düzenlenen esasların paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlamasını kapsadığını açıkça belirtmiştir. Kanun koyucunun buradaki iradesinin bağış ve ödül temelli kitle fonlaması platformlarının bu kapsamda değerlendirilmemesi olduğu ve getirilen düzenlemelerin bağış ve ödül temelli kitle fonlaması faaliyetlerini ve bu faaliyetleri gerçekleştiren platformları kapsamadığı; gerek bu faaliyetlere ilişkin düzenlemenin mefhumu muhalifinden gerekse SPK tarafından yayınlanan ilk Tebliğ'in 2. maddesinin 2. fıkrasında açıkça belirtilmiş olmasından anlaşılabilecektir.

Diğer yandan SerPK'nın 35/A maddesi kapsamında yayınlanan Tebliğ ile detayları düzenlenen paya dayalı kitle fonlanmasına ek olarak borçlanmaya dayalı kitle fonlanması konusunda SPK'ya yetki verildiği de bu Kanun maddesinde açıkça belirtilmiş olup bu kapsamdaki kitle fonlaması faaliyetlerinin bankacılık regülasyonlarına tabi olmayacağı da özellikle vurgulanmıştır.

SPK tarafından yapılacak düzenleme ile proje sahipleri ve girişim şirketleri tarafından toplanabilecek paranın azami limiti ve faaliyetleri sırasında uyulması gereken usul ve esasların belirleneceği de maddede belirtilerek SPK'nın çıkarmış olduğu Tebliğ'e gönderme yapılmıştır (Sermaye Piyasası Kanunu, m.35/A/f.2). Sermaye piyasaları kurumlarının hukuka aykırı faaliyet veya işlemlerinde uygulanacak tedbirlerin düzenlendiği SerPK'nın 96. maddesinin kitle fonlaması platformları bakımından da kıyasen uygulanacağını ve bu itibarla kitle fonlaması platformlarının da diğer sermaye piyasaları kurumlarının hukuka aykırılık göstermeleri halinde SPK tarafından alınacak tedbirlere tabi olacağını belirtildiği bu maddede, kitle fonlaması platformları ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan kişiler arasındaki hukuki mesuliyet ve tarafların birbirlerine karşı yükümlülüklerin düzenlenmesi hususunda genel hükümlere atıf yapılmıştır (Sermaye Piyasası Kanunu, m.35/A/f.3). Halka açık

bir şirket statüsünde olmayan kitle fonlaması platformlarına uygulanacak tedbirlere ilişkin bu madde kapsamında benimsenen kıyasen uygulama yaklaşımı kitle fonlama platformlarının niteliği gereği uygundur.¹⁷⁵

İlgili Tebliğ'in yayınlanmasının akabinde 2020 yılında SerPK'nın 35/A maddesine eklenen son fıkrasında Tebliğ'de tanımlanan kitle fonlaması bilgi formundan doğacak sorumluluk, bu bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişilere yüklenmiş ve bu formda yer alan yanıltıcı, eksik ve yanlış bilgiler sebebiyle zarar oluşması halinde sorumlu olduğu belirtilen ilgi kişilere bu zararın tazmini hususunda müteselsilen başvurulabileceği belirtilmiştir. Kitle fonlaması bilgi formu ile aynı hedef ve amaç ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda diğer sermaye piyasası kurumları bakımından öngörülmüş olan ve kamunun aydınlatılmasına, yatırımcının korunmasına, sermaye piyasalarına güven duyulmasına ve sermaye piyasalarında sürdürülebilirliğin sağlanmasına ilişkin en önemli kurumlardan biri olan izahname Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinde,

“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 tanımlanmaktadır.¹⁷⁶ Sermaye Piyasası Kanunu'na 2017 yılında getirilen değişiklikle eklenen kitle fonlamasına ilişkin hükümler kapsamında izahname hazırlanmasının süreci ve hazırlanmasındaki zorluklar göz önünde tutularak, ihraççı tanımı kapsamında kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar da müstesna tutulmuştur. Bu sebeple kitle fonlama platformları kapsamında fon arayan gerçek ve tüzel kişilerin izahname hazırlama yükümlülükleri konusunda oluşabilecek belirsizlik ve boşluk da ortadan kaldırılmıştır. Bu itibarla izahname hazırlama yükümlülüğünden müstesna tutulmakla birlikte; bu platformlarda yatırımcıların haklarını korumak ve şeffaflık sağlamak amacıyla

¹⁷⁵ MEMİŞ / TURAN, s. 174.

¹⁷⁶ Bir başka tanımlama için bkz. ADIGÜZEL, s. 43:

“Sermaye piyasası araçlarının satışı için yapılacak icaba davet ve satın alma için her türlü yoldan çağrıda bulunulması, halkın yeni kurulmuş bir anonim ortaklığa katılmaya davet edilmesi için SPK onayı ile çıkartılan açıklama”

izahnameye benzer; ancak SPK onayının alınması gibi bürokratik süreci ve yükümlülükleri taşımayan bir kamuyu aydınlatma belgesi olan bilgi formu hazırlama yayınlama yükümlülüğü fon toplayan girişimcilere ve girişim şirketlerine getirilmiştir.

Benzer işlevlerde olan bu metinler arasında, taraflara yüklenebilecek sorumluluklar ve rücu ilişkileri yönünden birtakım farklılıklar görülebilmektedir. Bu bakımdan izahnameden doğan sorumluluk kapsamında oluşan sorumluluk silsilesinde ilk olarak ihraççılar gelmekte olup, zararın onlardan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin anlaşılması durumunda halka arz edenlere ve SerPK'nın 10. maddesinde sayılan diğer ilgili kişi ve kurumlara gidilebilmektedir.¹⁷⁷ Bu açıdan değerlendirildiğinde izahnameden kaynaklanan sorumluluğun ihraççı açısından kusura dayalı olmadığı tespit edilmektedir.¹⁷⁸ Sorumluluğun bu şekilde düzenlenmiş olması ihraççı ile yatırımcılar arasındaki ilişkinin taraflar arasında kurulan sözleşme temelindeki ilişkiye dayanmasından kaynaklanmaktadır.¹⁷⁹

Kitle fonlaması bilgi formundan kaynaklanan sorumluluk kapsamında getirilen 6. fıkra incelendiğinde ise sorumluluğun atfedildiği taraflar arasındaki ilişki kapsamında benimsenen müteselsilen sorumluluk ilkesinin, izahnamedeki gibi bir ön şarta ve/veya silsileye bağlanmadığı görülmekte olup izahnameden farklı olarak bilgi formunu imza eden gerçek kişi girişimci, tüzel kişi girişimcinin veya girişim şirketinin yetkilileri ve platformun yatırım komitesi üyelerinin sorumluluğundan bahsedilmektedir.

2. Mülga Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1)

Hukukumuzda kitle fonlaması kavramı mevzuattaki karşılığını sermaye piyasaları düzenlemelerinde bulmuş olup Sermaye Piyasası Kanunu'nda çerçeve olarak yer almasından sonra uygulamaya yönelik ilk düzenleme paya dayalı kitle fonlamasına ilişkin usul ve esasların düzenlendiği Mülga Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III – 35/A.1)'dir (Tebliğ m.1 ve m.3).

¹⁷⁷ MEMİŞ / TURAN, s. 80.

¹⁷⁸ AYOĞLU, Tolga: İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, 1. Baskı, İstanbul, Vedat Yayınevi, 2009, s. 642.

¹⁷⁹ ADIGÜZEL, s. 54.

Tebliğ'in amacının ve kapsamının düzenlendiği 1. ve 2. maddelerinde, paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplanmasının, kitle fonlama platformlarının SPK listesine alınmalarının ve izin alarak faaliyet göstermelerinin, toplanan fonların ilan edilen amacına uygun kullanımına ilişkin denetim ve kontrolünün usul ve esaslarının bu Tebliğ kapsamında belirleneceği ve değerlendirileceği belirtilmektedir. Adından da anlaşılacağı üzere bu Tebliğ ile yalnız paya dayalı kitle fonlaması faaliyetine ilişkin usul ve esasların düzenlenmesinin amaçlandığı, yatırım bazlı kitlesel fonlama modellerinin bir diğeri olan borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyetinin ise hariç tutulmasıyla Tebliğ'in kapsamının sınırlandırıldığı görülmektedir. Diğer yandan yatırım bazlı olmayan kitlesel fonlama modelleri türlerinin, yani ödül ve/veya bağış karşılığında fon toplama faaliyetlerinin bu Tebliğ kapsamında olmadığı açıkça belirtilmiştir (Tebliğ m.2/2).

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

a. Yürürlük

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyeti bakımından usul ve esasların düzenlenmesiyle ilk Tebliğ'e nazaran kapsamın genişletildiği Kitle Fonlaması Tebliği (III – 35/A.2) 27/10/2021 tarihli 31641 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Böylece Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III – 35/A) yürürlükten kaldırılarak mülga haline gelmiştir.

Kapsamın genişletilmesinin yanı sıra ilk Tebliğ'de yer alan bazı belirsizliklerin giderildiği ve boşlukların doldurulduğu görülen bu Tebliğ'e geçici hükümler eklenerek, ilk Tebliğ kapsamında SPK'ca listeye alınmış olan platformların ve başlanmış olup devam eden kitle fonlaması faaliyetlerinin akıbetinin ne olacağına ilişkin soru işaretlerinin oluşması engellenmiştir.

Bu kapsamda getirilen Geçici 1. madde gereğince Kitle Fonlaması Tebliği'nin (III-35/A.2) yürürlüğe girdiği 27/10/2021 tarihi itibarıyla; halihazırda mülga Tebliğ (III-35/A.1) kapsamında SPK'ca listeye alınmış olan platformların, III-35/A.2 Tebliği kapsamında da paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplamak üzere SPK'ca ilan

edilen listeye alınmış sayılacakları; Geçici 2. madde gereğince ise yine Kitle Fonlaması Tebliği'nin yürürlüğe girdiği 27/10/2021 tarihi itibarıyla halihazırda kampanya süreci başlamış olan kampanyalar için Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1) hükümlerinin uygulanacağı öngörülerek iki düzenlemenin kitle fonlaması faaliyetlerine ve kitle fonlama platformlarına nasıl uygulanacağı hususunda belirsizlik oluşması engellenmiştir.

b. Yapılan Önemli Değişiklikler

Kitle Fonlaması Tebliği'nin (III-35/A.2) yürürlüğe girmesiyle getirilen en büyük yenilik kuşkusuz, mülga Tebliğ'de yer verilmeyen bir fonlama modeli olan borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına ilişkin esas ve usullerin düzenlenmesidir. Ancak belirtmek gerekir ki ödül ve bağış bazlı kitlesel fonlama modelleri yeni Tebliğ'de de kapsam içine alınmamıştır.

Yeni Tebliğ ile yapılan önemli değişikliklerden bir diğeri ise platformların ortaklık yapısındaki değişikliklerin SPK'ya bildirilmesine ilişkin esasları içeren 8. maddeye, platformların ortaklık yapısında meydana gelen bazı değişikliklerin SPK onayına tabi olduğunun düzenlendiği hükümlerin eklenmesidir. Zira mülga Tebliğ'in 8. maddesinde platformların listeye alınma sonrasında ortaklık yapısında meydana gelen değişikliklerin meydana geldiği tarihten itibaren beş işgünü içinde SPK'ya bildirileceği yükümlülüğü öngörülmüşken; yeni Tebliğ ile bazı ortaklık yapısı değişikliklerin salt bildirilmesinden ziyade SPK onayına tabi kılınmasıyla SPK'nın platformlar üstündeki denetim gücünün arttırıldığı görülmektedir.

Yürürlüğe giren yeni Tebliğ ile yapılan önemli değişikliklerden biri paya dayalı kitle fonlamasında mülga Tebliğ'de öngörülmüş olan yatırım sınırlarının değiştirilmesidir. Buna göre paya dayalı kitle fonlamasında nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişiler tarafından bir takvim yılı içerisinde sağlanabilecek yatırım tutarı mülga Tebliğ'de azami 20.000 Türk Lirası olarak öngörülmüşken bu azami tutar 50.000 Türk Lirasına çıkarılmıştır. Ayrıca mülga Tebliğ'de bu sınır 100.000 Türk Lirasını aşmamak kaydıyla yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık net gelirinin %10'u olarak

uygulanabilecekken; yeni Tebliğ'in 15. maddesinin 1. fıkrasıyla 200.000 Türk Lirasına kadar uygulanabileceği öngörülerek azami yatırım tutarları arttırılmıştır.

Bunun yanında yeni Tebliğ ile platformların listeden çıkmasına ilişkin kapsam genişletilerek platformlar tarafından listeye alınma başvurusunun yapılması ve faaliyete geçilmesi için süre sınırı getirilmiştir. Bu kapsamda Tebliğ'in "Listeden çıkma" başlıklı 10. maddesi yeniden düzenlenerek; kuruluş için SPK'dan izin almasını takiben 6 ay içinde listeye alınmak üzere başvurmayan platformun listeye alınma hakkının düşeceği, SPK tarafından listeye alınmasını takiben 6 ay içinde platforma kampanya başvurusunda bulunulması halinde kampanya sürecinin fiilen yürütülebilmesine imkân sağlayacak şekilde faaliyete geçmeyen platformun listeden çıkarılacağı hüküm altına alınmıştır. Ayrıca mülga Tebliğ'de, Tebliğ'in 5. maddesinin 3. fıkrasının b bendinde yer alan şartın kaybedildiğinin tespit edilmesi halinde SPK ilgili şartın sağlanması için platforma verilecek makul süreye ilişkin herhangi bir belirleme yapılmamışken yeni Tebliğ'de bu süreye ilişkin belirsizlik ortadan kaldırılarak makul süre kıstası azami 1 yıl ile sınırlandırılmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.10/f.4).

Diğer yandan mülga Tebliğ'de yatırım komitesi üyelerinin Tebliğ kapsamındaki faaliyetleri karşılığında girişim şirketlerinden veya girişimcilerden herhangi bir ekonomik menfaat temin edemeyecekleri ve değerlendirdikleri kampanyalara fon sağlayamayacakları öngörülmüşken yeni Tebliğ ile 9. maddede yapılan değişiklik; yatırım komitesi üyelerinin fon sağlama yasağı hafifletilerek hedeflenen fon tutarının %5'ine kadar fon sağlayabilmeleri mümkün kılınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.9/f.11).

Mülga Tebliğ'in 11. maddesinde platformların münhasıran kitle fonlaması faaliyeti yürütebilecekleri ve ancak bu esnada girişim şirketine veya girişimciye yönelik danışmanlık hizmeti verilmesinin bu fıkraaya aykırılık teşkil etmeyeceği hüküm altına alınmıştı. Yeni Tebliğ kapsamında yapılan değişiklik ise mülga Tebliğ'de de zikredilmiş olan danışmanlık faaliyeti dışında; girişim sermayesi yatırım fonu kurmak üzere SPK'dan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ile 15/2/2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik uyarınca akredite edilmiş ve anonim ortaklık olarak kurulmuş bireysel

katılım yatırımcısı ağlarına iştirak etmelerinin ve her bir kampanya için hedeflenen fon miktarının azami %20'sine kadar olacak şekilde, kampanyalara toplamda öz kaynaklarının azami %50'sine kadar fon sağlamalarının da fıkraya aykırılık teşkil etmeyeceği öngörülerek sınırlama esnetilmiştir.

Yapılan düzenlemeyle getirilen önemli değişikliklerden biri de platformların bilgi, belge ve kayıtları saklama yükümlülüğüne ilişkin sürenin mülga Tebliğ'de herhangi bir sürenin düzenlenmemiş olmasının aksine yeni Tebliğ ile 5 yıl olarak belirlenmiş olmasıdır.

Diğer yandan mülga Tebliğ'den farklı olarak yeni Tebliğ'de, platformlara ve platformlarla ilişkili kişilere ait projelerin kitle fonlaması yoluyla fonlanmasına yönelik kampanyanın platformlar tarafından yürütülemeyeceğine ilişkin yeni bir sınırlama düzenlenmiştir (Kitle Fonlaması Tebliği m.12/f.6).

Bunun yanı sıra mülga Tebliğ'in 21. maddesinin 1. fıkrasında paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayacak girişim şirketlerinin bilgi formunun ilan edildiği tarih itibarıyla son beş yıl içinde kurulmuş olmaları gerektiği öngörülmüş olmasına rağmen bu şartın yeni Tebliğ ile kaldırılmış olmasıyla; girişim şirketlerinin kuruluş tarihinin paya dayalı kitle fonlamasıyla fon toplanması bakımından artık önem arz etmediği söylenebilecektir.

Son olarak belirtmek gerekir ki mülga Tebliğ'den farklı olarak yeni Tebliğ'in 29. maddesinin 2. fıkrasında; bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişilerin, bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumlu olduğu açıkça düzenlenmiştir.

B. Çok Taraflı Finansman Modellerine İlişkin Diğer Sermaye Piyasası Düzenlemelerine Dair İstisnalar

1. Halka Açık Ortaklık, İhraççı ve Yatırımcı Tazmini Hükümlerine Tabi Olma İstisnası

Sermaye Piyasası Kanunu'nun İkinci Kısımının Üçüncü Bölümü'nde yer alan "Halka açık ortaklık statüsünün kazanılması" başlıklı 16. maddesinde,

“(1) 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 tabi olurlar.” ve tekraren SerPK’nın Birinci Kısımının Birinci Bölümünde yer alan “Kısaltmalar ve tanımlar” başlıklı 3. maddesinin e bendinde halka açık ortaklıkların tanımlandığı¹⁸⁰ hükümlerle kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıkların, pay sahibi sayısının beş yüzü aşmış olması halinde dahi halka açık ortaklık niteliğini haiz olmayacakları ve halka açık ortaklık hükümlerinde düzenlenen yükümlülüklerden muaf tutulacakları açıkça düzenlenmiştir.

Diğer yandan benzer şekilde ihraççıların¹⁸¹ tanımlandığı SerPK’nın 3. maddesinin h bendinde kitle fonlaması platformları aracılığıyla halktan para toplayan ortaklıkların ihraççı sayılmayacağı öngörülmüştür.

Bunun yanı sıra Tebliğ’in 4. maddesinin 1. fıkrasının m bendinde kitle fonlaması, *“Projenin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla SPK tarafından belirlenen esaslar dâhilinde Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın platformlar aracılığıyla halktan para toplanması”* olarak tanımlanarak kitle fonlama faaliyetinde yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerin uygulanmayacağı açıkça belirtilmiştir.

Böylece kitle fonlaması yoluyla fon toplayan ortaklıkların, Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında halka açık ortaklık ve ihraççı niteliğini haiz olmaktan ve yatırımcı tazmininden kaynaklanan birçok yükümlülüğü yerine getirme zorunluluğu ortadan kaldırılmıştır. Kitle fonlaması aracılığıyla sağlanacak finansmanın, nispeten küçük ölçekte olduğu ve kitle fonlamasının girişimcileri teşvik ve motive edecek yenilikçi ve alternatif bir yatırım modeli olduğu göz önünde bulundurulduğunda; fon toplayan ortaklıkların halka açık ortaklıkların ve ihraççıların tabi olduğu ve yatırımcı tazmini

¹⁸⁰ Sermaye Piyasası Kanunu m.3/f.1-e maddesinde halka açık ortaklıklar *“Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar”* olarak tanımlanmıştır.

¹⁸¹ Sermaye Piyasası Kanunu m.3/f.1-h maddesinde ihraççılar *“Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonları”* olarak tanımlanmıştır.

bakımından öngörölmüş olan maliyetlerden ve bürokrasiden müstesna tutulması, kitle fonlamanın niteliğine de uygun düşmektedir.

2. İzahname ve İhraç Belgesi Hazırlama Yükümlölüğü İstisnası

Sermaye Piyasası Kanunu'nun İkinci Kısımının Birinci Bölümünde yer alan 4. madde gereğince sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için birincil piyasada yatırımcıya bilgi sağlayan en temel hukuki araç olan izahnamenin ¹⁸² hazırlanması ve hazırlanan bu izahnamenin SPK'ca onaylanması zorunluluğu getirilmiştir. Ancak devamında SPK'ca faaliyet izni verilen kitle fonlama platformları aracılığıyla gerçekleştirilen kitle fonlaması suretiyle halktan para toplanması faaliyetinde izahname ya da ihraç belgesi hazırlama yükümlölüğünden muaf olması esas kabul edilmiştir. Esasında kanun koyucunun bu yaklaşımının, kitle fonlaması platformları aracılığıyla fon toplayanların halka açık ortaklık veya ihraççı sayılmayacağına ilişkin maliyetin azaltılması amacına dayalı düzenlemenin bir uzantısı olduğu söylenebilecektir. Ancak kamuyu aydınlatma işlevi gören bu belgelerin bir yansıması olarak kitle fonlaması yoluyla fon talep eden girişimciler tarafından bilgi formunun hazırlanarak kampanya sayfasında ilan edilmesi ve bilgi formunda meydana gelen değişikliklerin de bildirilmesi yükümlölüğü getirilerek; kamunun aydınlatılmasının ve şeffaflığın sağlanmasının amaçlandığı görölmektedir.

3. Diğer İstisnalar

Sermaye Piyasası Kanunu'nun Üçüncü Kısımının Birinci Bölümünde yer alan "Kitle Fonlama Platformları" başlıklı 35/A maddesiyle¹⁸³ kitle fonlaması faaliyetleri, SerPK'nın 37. ve 38. maddelerinde düzenlenen yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetler kapsamında değerlendirilmeyerek yatırım kuruluşları dışındaki şahıs ve kurumların sermaye piyasası platformlarını işletmesinin önünün açılması

¹⁸² ÇATAKOĞLU, Buket, Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, 1. Baskı, Ankara, Seçkin Yayınları, 2016, s. 110.

¹⁸³ Sermaye Piyasası Kanunu m.35/A/f.4:

"Kitle fonlaması ve buna bağlı yapılan işlemler ile kitle fonlama platformları bu Kanunun 37'nci ve 38'inci maddesi kapsamında değerlendirilmez. Bu faaliyetler bu Kanunun borsalar, piyasa işleticileri ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri ile ilgili hükümlerine tabi değildir".

amaçlanmaktadır.¹⁸⁴ Ayrıca yapıları, nitelikleri ve işleyişleri itibarıyla farklı olmaları nedeniyle kitle fonlaması faaliyetlerinin; borsalar, piyasa işleticileri ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri ile ilgili hükümlere tabi olmadığı açıkça düzenlenerek kitle fonlaması faaliyetlerinin daha serbest bir anlayışla düzenlenmesine yönelik amaca uygunluk sağlanmıştır.

II. TÜRK HUKUKUNDA KİTLE FONLAMASI TARAFLARI

Kitle fonlaması sürecine ilişkin mevzuat tabanı Türkiye’de yeni yeni oluşturulmuştur ve halihazırda geliştirilmeye devam etmektedir. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III – 35/A.1) ve akabinde gelen Kitle Fonlaması Tebliği’nde (III – 35/A.2) proje sahibi girişimciler ve projeyi fonlayan yatırımcıların yanı sıra kitle fonlaması projelerinin halka sunulacağı platformlar da tanıtılarak kurulmaları ile faaliyet göstermeleri belirli usul ve esaslara bağlanmıştır. Platformların bu şekilde önem arz etmesinin sebebi bunların, kitle fonlaması yoluyla halktan fon toplama sürecinde yer alan taraflardan biri olmalarıdır.

A. Girişimci ve Girişim Şirketi

Faaliyete geçirmek istedikleri proje ve fikirleri finansman sağlamak için internet üzerinden hizmet veren kurulmuş platformlar üzerinden sunan girişimciler ve girişim şirketleri kitle fonlaması sürecinin taraflarından birini oluşturmaktadırlar.¹⁸⁵ Girişimciler oluşturdukları fakat gerçekleştirmek için sermayeye ihtiyaç duydukları projelerini, platformlar aracılığı ile potansiyel yatırımcılara sunmaktadırlar.¹⁸⁶ Girişimciler bu model sayesinde çok daha hızlı şekilde projelerini potansiyel yatırımcılara sunarak tanıtım yapabilmekte ve hedef fonlarına ulaşma şanslarını arttırabilmektedirler. Böylece projelere fon sağlayacak yatırımcıların aranması, yatırımcılarla ilişki kurulması ve geliştirilme ve yatırımcıların projeye fon sağlaması

¹⁸⁴ <http://www.lbfpartners.com/tr/yayin/kitle-fonlamasina-iliskin-kanun-cikti.html> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

¹⁸⁵ **İŞİNER**, Nisa, Sermaye Piyasası Hukukunda Paya Dayalı Kitle Fonlaması, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, Ankara, 2021, s.8.

¹⁸⁶ **BEAULIEU**, Tanya / **SARKER**, Suprateek / **SARKER**, Saonee, A Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding, Communications of the Association for Information Systems, Cilt: 37, Sayı :1, 2015, s. 4.

konusunda ikna edilmesi gibi pek çok aşamayı bünyesinde barındıran sürecin süresi kısalmış olmaktadır.

Tebliğ'in 4. maddesinde projesine paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla kaynak arayan Türkiye'de yerleşik gerçek kişiler ve limited veya anonim şirket türündeki tüzel kişiler "girişimci" olarak tanımlanırken; anonim şirket kurma zorunluluğu olmadan faaliyetlerine devam edecek ve Türkiye'de kurulu olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve projesine kaynak ihtiyacı bulunan anonim şirketler veya toplanan fonların emanet yetkilisi nezdinde açılan bloke hesabına aktarılması öncesinde anonim şirkete dönüşmesi zorunlu olan limited şirketler "girişim şirketleri" olarak tanımlanmıştır.

Burada Tebliğ kapsamındaki nitelendirilmeye bakılacak olursa 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun "Ticaret Şirketleri" başlıklı İkinci Kitabının "Genel Hükümler" başlıklı Birinci Kısımında yer alan 124. maddesiyle ticaret şirketlerinden sayılan kolektif, komandit veya kooperatif şirketlerin bu tanım içerisinde sayılmadığı, bu Tebliğ kapsamında kabul edilen girişim şirketinin yalnızca anonim şirket olarak kurulabileceği, yalnızca anonim şirketlerin girişim şirketi olarak kabul edileceği, eski Tebliğ'de girişim şirketlerinin yalnız anonim şirket olarak tanımlanmasından farklı olarak limited statüsündeki şirketlerin de girişim şirketi olarak kabul edilebileceği, ancak limited şirketlerin girişim şirketi olarak kabul edilmesinin sınırlandırıldığı ve başlangıçta fon toplayabilmeleri mümkün olsa da toplanan fonların aktarılmasının öncesinde tür değiştirerek anonim şirket statüsüne dönüşmek zorunda olduğu görülmektedir (Türk Ticaret Kanunu m.42 ve m.43, Kitle Fonlaması Tebliği (III – 35/A.2) m.4/f.1-ğ). Anonim şirket statüsüne dönüşüm esnasında ise girişim şirketleri; Türk Ticaret Kanunu'nun 180. ile 194. maddeleri arasında düzenlenen şirketlerde tür değişikliği hükümlerine tabi olacaktır.

Tebliğ hükümleri çerçevesinde kitle fonlaması platformu vasıtasıyla fon toplayan girişimci şirketleri, kitle fonlaması platformları temeline inşa edilen, erişimi herkese açık olan ve mesafe gibi herhangi bir sınırlamaya tabi olmayan bu platformlar sayesinde

topladığı küçük miktardaki çok sayıda yatırımla fon toplamaktadır.¹⁸⁷ Finansman sağlanmasının kitlelere yayılması olan bu sistemde talep edilen fon miktarına ulaşılması durumunda yeni ortak sayısının Türk Ticaret Kanunu’nun 574. maddesine belirtilen limited şirketlerin maksimum ortak sayısı olan 50 sayısını aşması çok muhtemeldir. Bu sebeple kanun koyucu çok sayıda ortaktan oluşması muhtemel olan bu şirketlerin yapısının sürdürülebilirliğinin sağlanması adına Tebliğ kapsamında kitle fonlamanın mantığına uygun şekilde “girişim şirketi” olarak nitelendirilecek şirketlerin anonim şirket olarak yapılanması gerektiğini, başlangıçta limited şirket statüsünde olan şirketlerin de anonim şirkete dönüşmesi gerektiğini açıkça düzenlemiştir.

Diğer yandan yeni Tebliğ ile girişim şirketlerinin belli şartlarla limited şirket türünde olabilmesi öngörülmüş olsa da 1163 Sayılı Kooperatifler Kanunu’nun 1. maddesi uyarınca, ortakların benzer ekonomik menfaat ve ihtiyaçlar doğrultusunda işgücü ve maddi katkılarla bir araya geldiği ve bunların karşılıklı yardım, dayanışma ve kefaletle sağlandığı tüzel kişiliği haiz ortaklık türü olan kooperatiflerin yine kapsam dışında tutulduğu görülmektedir. Aslında kooperatiflerin, girişimci ve girişim şirketleriyle benzer sayılabilecek bir yapı ve amaç doğrultuda olduğu göz önünde bulundurulduğunda kitle fonlama faaliyetine dahil edilmeleri beklenebilirse de bunun sebebinin kitle fonlama faaliyetinin yalnız sermaye şirketlerine özgü kılınmasının kanun koyucu tarafından amaçlanmış olduğu kanaatindeyiz. Nitekim kitle fonlama faaliyetinde emek ya da işgücü yerine esas olarak sermaye ihtiyacının karşılanması amaçlandığı göz önünde bulundurulduğunda; dahil edilseydi dahi kitle fonlama faaliyetinin kooperatiflerin emek ve işgücüne dayalı yapısıyla uyumlu olmayacağı söylenebilecektir.

Adi ortaklıkların kitle fonlaması faaliyetine dahil olup olmadığı ise açıkça düzenlenmemiş olduğundan hem sermaye hem emeğe dayalı adi ortaklıkların da kooperatiflere benzer şekilde kitle fonlaması faaliyetine dahil edilmediği düşünülebilir. Öncelikle belirtmek gerekir ki tüzel kişiliği haiz olmayan adi ortaklıkların bir şirket olmaması sebebiyle girişim şirketi olarak kitle fonlaması yoluyla halktan para toplaması elbette ki mümkün değildir. Ancak bu noktada adi ortaklıkların gerçek kişi girişimci

¹⁸⁷ ÖZDEMİR, s.57.

olarak kitle fonlaması yoluyla halktan para toplaması değerlendirilmelidir. Nitekim 6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu'nun 620-645. maddeleri arasında düzenlenen adi ortaklık Türk Borçlar Kanunu'nun 620. maddesi uyarınca iki ya da daha fazla kişinin ortak bir amacı gerçekleştirmek üzere emek veya sermaye türündeki katılım payıyla bir araya geldiği sözleşmeye dayalı bir ilişkidir. Dolayısıyla adi ortaklık, adi ortaklık sözleşmesinin tarafları olan ortakların şahsen ve ayrı bir tüzel kişilik oluşturmadan birlikte faaliyet göstermelerine dayalıdır. Bu sebeple her ne kadar açık bir hüküm olmasa da kitle fonlaması faaliyetinde gerçek kişilerin girişimci olabileceği ve adi ortaklıkta da aslında gerçek kişilerin ayrı bir tüzel kişilik oluşturmaksın bir arada olduğu göz önünde bulundurulduğunda; adi ortaklığı oluşturan ortakların, gerçekleştirmek istedikleri projelerinin sermaye ihtiyacının karşılanması için gerçek kişi girişimci olarak kitle fonlama yoluyla halktan para toplamasının mümkün olduğu söylenebilecektir.

1. Nitelikleri ve Kitle Fonlaması Yoluyla Fon Toplama Kapsamında Gereken Finansal ve Yapısal Koşullar

Paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayacak girişim şirketlerinin özellikleri Tebliğ'in 23. maddesinde belirtilmiş olup girişim şirketlerinin;

“a) Teknoloji faaliyeti ve/veya üretim faaliyetinde bulunmaları,

b) Tabi 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,

c) Düzenli olarak takip ve kontrol edilen tescil edilmiş internet sitelerinin bulunması” zorunlu tutulmuştur.

Diğer yandan Tebliğ'in 2. ve 3. fıkralarında kitle fonlaması yoluyla fon toplayabilecek şirketlere ilişkin sınırlama getirilerek paya dayalı ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayan şirketler bakımından ikili bir ayırım yapılmıştır. Buna göre;

- Halka açık ortaklıkların,

- Halka açık ortaklıklar ile sermaye piyasası kurumlarının, önemli etkiye sahip ortak konumunda bulunduğu şirketlerin

paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplamaları;

- Halka açık ortaklıkların,
- Platforma başvuru tarihi itibarıyla itfa edilmemiş borçlanma aracı bulunan ihraççıların,

- Halka açık ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumları ile platforma başvuru tarihi itibarıyla itfa edilmemiş borçlanma aracı bulunan ihraççıların önemli etkiye sahip ortak konumunda bulunduğu şirketlerin

ise borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplamaları yasaklanmıştır.

Burada kanun koyucunun güttüğü ilk amacın; bu tür şirketlerin halihazırda büyük ölçekli şirketler olup sermaye ve öz sermaye kaynaklarının yüksek olması ve küçük ölçekli yatırımlara ihtiyaç duymaması; duyması halinde ise kaynak arayışını tahvil çıkararak yapmasının daha makul olmasına dayandığı söylenebilecektir. Zira kitle fonlaması yoluyla halktan para toplanması; küçük ve ortak ölçekli olup büyüme aşamasında olan girişim şirketlerinin veya henüz şirket kurma aşamasına gelmemiş girişimcilerin projeleri için ihtiyaç duyduğu fonun karşılanmasına yönelik getirilen bir finansman modelidir. Diğer yandan zikredilen şirketlerin ve ihraççıların itfa edilmemiş borçlanma aracı mevcudiyetinin yasak sebebi olarak görülmesinin; bunların halihazırda borçlanmış olması dolayısıyla maddi bakımından belirsizlik ve risk taşıması olduğu söylenebilir.

Tebliğ’de girişim şirketinin özellikleri sayılırken teknoloji faaliyeti ¹⁸⁸ ve/veya üretim faaliyeti ¹⁸⁹ yapımları gerektiği açıkça belirtildiği ve bu faaliyetleri göstermeyen

¹⁸⁸ Kitle Fonlaması Tebliği m.4/f.1-y maddesinde teknoloji faaliyeti “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.

¹⁸⁹ Kitle Fonlaması Tebliği m.4/f.1-z-bb maddesinde üretim faaliyeti “Yüksek katma değer ve istihdam yaratma potansiyeli taşıyan bir iş modeline bağlı olarak girdilerin belirli bir süreçten geçirilerek fiziksel ürüne dönüştürülmesi faaliyeti” olarak tanımlanmıştır.

şirketlerin bu kapsamın dışında tutulmuş olduğunun dikkat çektiği görülmektedir. Bu kapsamda, fon toplayacak girişim şirketlerinin teknolojik alanda faaliyet gösteren, istihdam sağlayan, rekabet gücü yüksek ürünlerin üretimini sağlayan veya hizmete dönüştüren, inovatif fikirleri ve teknolojiyi geliştirme amacını güden şirketler olmasının kanun koyucu tarafından amaçlandığı kanaatindeyiz.

Diğer yandan Tebliğ'in ilk halinin Tasarısı'nın 4. maddesi gereğince kitle fonlaması yoluyla halktan para toplama faaliyetlerinin esas itibariyle küçük ölçekli şirketlere fon sağlama amacıyla kurulmuş olduğunun belirtilmiş olmasıyla paralel şekilde maddenin devamında, atıfta bulunan tebliğde finansal tablo kalemleri için öngörülen eşikleri aşmamaları gerektiği esası getirilmiştir.

Maddenin devamında ise girişim şirketlerinin tescil edilmiş bir internet sitelerine sahip olması gerektiği düzenlenmiştir. Nitekim girişim şirketlerinin internet sitelerinin bulunması ve bunların tescil edilmesine ilişkin zorunluluğun getirilmiş olması; Tebliğ'in 20. maddesinin 4. fıkrası gereği toplanan fonların bilgi formunda ilan edilen amacına uygun olarak kullanıldığının kontrolü ve denetimi sonucunda paya dayalı kitle fonlamasında bağımsız bir denetim kuruluşu tarafından hazırlanacak olan özel amaçlı bağımsız denetim raporunun ve borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında yatırım komitesi tarafından hazırlanacak denetim raporunun, 5. fıkra gereği girişim şirketlerinin internet sitesinde de yayınlanacağının öngörülmesiyle de uyumludur. Nitekim internet sitesinin bulunması zorunluluğunun getirilmesiyle denetime tabi şirketlerin faaliyetlerinde kamunun aydınlatılması ile şeffaflığın ve izlenebilirliğin sağlanması amaçlanmaktadır.

Diğer yandan girişim şirketleri için tescil edilmiş bir internet sitesinin bulunması zorunluluğunun getirilmesiyle; 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 1524. maddesiyle TTK m. 397 uyarınca denetime tabi olan sermaye şirketler bakımından getirilen ticaret siciline tescil tarihinden itibaren 3 ay içinde bir internet sitesi açma yükümlülüğüne ilişkin düzenlemeyle paralel bir anlayışın benimsendiği görülmektedir. Ayrıca belirtmek gerekir ki Türk Ticaret Kanunu'nun 1524. maddesinin kabulünden önce tüm şirketler bakımından internet sitesi açma yükümlülüğü düzenlenmişti. Ancak ilgi maddenin kabulüyle bu yükümlülüğün kapsamı TTK m. 397 uyarınca bağımsız denetime tabi şirketlerle sınırlandırılmış olmasına rağmen aynı yükümlülüğünün girişim

şirketleri için de öngörülerek kapsamın yeniden genişletilmesi, bunlar için bağımsız denetime tabi şirketlerle paralel şekilde sıkı bir denetimin uygulanmasının amaçlandığını göstermektedir. Ancak internet sitesinin açılması girişim şirketlerine ek bir mali külfet getirmektedir. Kitle fonlama faaliyetinde mali külfetin azaltılması için girişimciler ve girişim şirketler için pek çok muafiyet getirildiği göz önünde bulundurulduğunda ise böylesine bir mali külfetin kitle fonlamasının temel amacıyla çeliştiği görülmektedir. Ancak elbette hukuk kurallarının oluşturulmasında bazen düzenin sağlanması, kişilerin özgürlük alanlarının sınırlanmasını ve kişilere ek yükümlülükler yüklenmesini gerektirebilir. Kanun koyucunun da kamunun aydınlatılması, şeffaflığın ve izlenebilirliğin sağlanması suretiyle kamu düzeninin sağlanmasını öncelikli; mali külfetin getirilmesindeki zorlaştıracı unsuru ise ikincil önemde gördüğü sonucuna varılabilir.

Bunun yanı sıra Tebliğ'in 23. maddesinin 2. ve 3. fıkralarıyla getirilen sınırlamalarla ise hem paya dayalı hem de borçlanmaya dayalı kitle fonlamasıyla fon toplayan girişim şirketlerinin; halka açık ortaklık yapısında olamayacakları ve halka açık ortaklıklar ile sermaye piyasası kurumlarının, önemli etkiye sahip ortak konumunda bulunduğu şirketlerden olamayacakları düzenlenmiştir. İlaveten platforma başvuru tarihi itibarıyla itfa edilmemiş borçlanma aracı bulunan ihraççılar ile bunların önemli etkiye sahip ortakları konumunda olan şirketlerin borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayamayacakları öngörülmüştür. Bu türdeki şirketlerin kapsam dışında tutulması ve fon toplayamamasının öngörülmesinden, kanun koyucunun amacının girişim şirketine verilen kitle fonlaması ile halktan para toplama imkânının daha dar bir çerçevede tutulması olduğu anlaşılmaktadır.

Diğer yandan Tebliğ'in 23. maddesinin 4. fıkrasıyla girişim şirketlerinin faaliyetlerine de bir sınırlama getirilmiştir. Buna göre girişim şirketleri, kampanya süresince sadece fonlanmasını talep ettikleri projeye ilişkin faaliyette bulunabilecek olup aksi halde girişim şirketlerinin kampanya yürütmesi mümkün değildir. Ayrıca girişim şirketlerinin kampanyanın sona ermesinden sonra bu proje dışında başka bir faaliyette bulunması ise ancak esas sözleşmesinde, TTK'nın 421'inci maddesinin üçüncü fıkrasına göre sermayenin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan payların

sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oyları ile alınacak genel kurul kararıyla mümkün olabileceğine dair bir hüküm bulunması halinde mümkündür.

İlgi fıkranın b bendiyle girişim şirketi tarafından kampanya yürütülebilmesi için getirilen bir başka zorunluluk ise kampanya süresi sonunda oluşacak ortaklık yapısına bilgi formunda açıkça yer verilmesidir. Diğer yandan ilgi fıkranın ç ve d bentlerinde girişim şirketlerinin bilgi formunda yer verilen en son tarihli finansal tablolarında,

- *Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflarından olan ticari olmayan alacaklarının tüm alacaklar toplamına olan oranının %20'yi veya aktif toplamına olan oranının %10'u geçmemesi,*

- *Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflarına olan ticari olmayan borçlarının tüm borçlar toplamına olan oranının %20'yi ve teknoloji faaliyeti ve/veya üretim faaliyetinden kaynaklanmayan finansal borçlar tutarının, aktif toplamının %10'unu geçmemesi*

gerektiği açıkça belirtilmiştir.

Son olarak belirtmek gerekir ki ilgi fıkranın son cümlesiyle; borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayan girişim şirketlerinin a, b ve c bentlerinden müstesna tutulduğu ve bu tür girişim şirketlerinin yalnız ç ve d bentlerinde sayılan şartların sağlanmasının yeterli olduğu hüküm altına alınmıştır.

2. Tüzel Kişi ve Gerçek Kişi Olarak Yapılanma

Tebliğ'in 4. maddesinin 1. fıkrasında girişimcilerin¹⁹⁰ tanımlandığı g bendinden de anlaşılacağı üzere projesine kitle fonlaması yoluyla kaynak arayan kişi gruplarının hem gerçek hem tüzel kişi niteliğinde yapılabileceği düzenlenmiştir. Ancak daha sonra kampanya sürecine ilişkin açıklamalar kısmında detaylandırılacağı üzere Tebliğ'in 17. maddesinin 7. fıkrasının a bendinin 1. alt bendi uyarınca kampanyanın gerçek kişi girişimciler tarafından yürütülmesi halinde girişimcilerin kampanya

¹⁹⁰ Kitle Fonlaması Tebliği m.4/f.1-g maddesinde girişimciler "Projesine paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla kaynak arayan Türkiye'de yerleşik gerçek kişiler ve limited veya anonim şirket türündeki tüzel kişiler" olarak tanımlanmıştır.

süresinin bitimini takip eden 90 gün içinde bir anonim şirketi kurması gerekmektedir. Dolayısıyla her ne kadar gerçek kişilerin de girişimci olabilecekleri öngörülmüş olsa da toplanan fonun kampanya sahibi girişimciye aktarılabilmesi için anonim şirket kurması gerektiğine ilişkin bir zorunluluğun getirilmiş olması sebebiyle; bu düzenlemeden gerçek kişilerin paya veya borca dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayabilecekleri ancak tüzel kişi statüsüne dönüşmüş olmadıkça toplanan fonu elde edemeyip süreci tamamlayamadıkları anlaşılmaktadır.

Diğer yandan tüzel kişilik yapılanmasında da anonim şirket olma zorunluluğu ve limited şirketi statüsünde olsa dahi girişim şirketlerinin anonim şirkete dönüşmesi gerektiği daha önce açıklanmıştı.¹⁹¹ Bu noktada girişim şirketleri bakımından Türk Ticaret Kanunu'ndan farklılaşan bir düzenlemenin yapıldığı görülmektedir. Şöyle ki TTK'nın 332. maddesi gereğince asgari 50.000 TL esas sermaye taahhüdü miktarıyla kurulabilen anonim şirketlerde ortaklar, TTK m. 344 uyarınca bu nakdi sermayenin dörtte birini tescilden önce ödemekle yükümlü tutulmuşken kalan kısmı tescilden sonra iki sene boyunca ödeyebilmektedir. Ancak Tebliğ'in 16/f.1 ve 17/f.7-b.1 maddesinde girişim şirketlerinin topladığı fonlar karşılığında çıkarılacak paylar için sermaye artırımının yapılmasının zorunlu olduğu düzenlenmiştir. TTK'nın 456. maddesinde ise sermaye artırımı için payların nakdî bedellerinin tamamen ödenmiş olması şartı bulunduğu; toplanan fonların girişim şirketlerine aktarılabilmesi için taahhüt edilen esas sermayenin tamamının ödenmiş olmasının zorunlu olduğu görülmektedir. Dolayısıyla girişim şirketleri ortakları TTK m. 334 gereği tescilden sonra iki sene boyunca taahhüt ettikleri nakdi sermayenin dörtte üçünü ödemekle yükümlü değilken kitle fonlama yoluyla topladıkları fonu elde edebilmek için bu süre aşılmamış olsa dahi tamamını ödemekle yükümlü tutulmuştur.

¹⁹¹ Tür değişikliği zorunluluğu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. "Üçüncü Bölüm/II/A. Girişimci ve Girişim Şirketi".

3. Bilgilendirme Yükümlülükleri

a. Bilgi Formunun Hazırlanması

Girişim şirketleri izahname ve ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğünden muaf tutulmuş olsa da her halükârda kamunun aydınlatılması gerektiğinden girişimci ve girişim şirketlerinin kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün bir yansıması olarak bilgi formunun hazırlanması ve kampanya sayfasında ilan edilmesi gerektiği düzenlenmiştir.

Tebliğ'in 4. maddesinin 1. fıkrasının a bendinde ise bilgi formu,

“Girişimci veya girişim şirketi tarafından hazırlanan, projenin ihtiyaç duyduğu fonun toplanabilmesi amacıyla kampanya sayfasında ilan edilen ve standartları SPK’ca belirlenen form” olarak tanımlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından mevzuat uyarınca esasları belirlenen hususları içerir şekilde gerçek kişi girişimci veya girişim şirketi tarafından hazırlanıp imzalanan bilgi formunun yatırım komitesi tarafından onaylanmasının akabinde bilgi formu, girişimcinin kampanya sayfasında yayınlanacak ve bu andan itibaren kampanya süreci başlayacaktır. Bu noktada kampanya sürecinin başlatılması ve sürdürülmesi bakımından bilgi formunun yalnızca yatırım komitesi tarafından onaylanmasının yeterli olduğunun ve ayrıca SPK tarafından onaylanmasının veyahut incelenmesinin bir şart olarak öngörülmemiş olması dikkat çekicidir. Bilgi formunun SPK onayına tabi tutulmamasının; küçük ölçekteki şirketlerin sermaye piyasasına girişinin kolaylaştırılması amacını taşıdığı söylenebilecektir.¹⁹²

Bu noktada belirtmek gerekir ki; girişimciler için benimsenen kolaylaştırıcı anlayışın yanında yatırımcıların korunması ilkesi göz önünde bulundurularak; Tebliğ'in 29. maddesinin 2. fıkrasında içinde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan imzalayan kişilerin tamamının müteselsilen sorumlu olduğu hüküm altına alınmış olup gerek hazırlayan gerçek kişi girişimciler/girişim şirketleri

¹⁹² KÜÇÜKGÜNGÖR, s. 250.

gerekse onaylanan yatırım komitesi üyelerinin sorumluluğu olduğundan bilgi formunun içeriğinin doğruluğunun önemi dikkat çekmektedir.

Bu kapsamda bilgi formunda; fon toplayan girişimcinin kimlik, iletişim ve özgeçmişine ilişkin bilgilerin; ticaret unvanı, adresi, ortaklık yapısı, sermayesi gibi mevcut/kurulacak girişim şirketine ilişkin ticari bilgilerin; hedeflenen fon tutarı, çıkarılacak paylar, asgari ve azami yatırım tutarları, fon kullanım yerleri, geçmiş kampanyalar, talep, satış, dağıtım, ödeme ve iade süreci gibi kampanyaya ilişkin bilgilerin; kapsamı, konusu, amacı, faaliyet konusu, ticarileşme planı ve iş modeli, bütçesi, öngörülen amacını ve ticarileşme potansiyelini etkileyebilecek nitelikte olabilecek hukuki uyumsuzluklar (patent, lisans, telif hakkı vb.), kar tahmin ve beklentileri, risk faktörleri, maliyetler gibi projeye ilişkin bilgilerin girişimciler tarafından belirtilmesi gerekmektedir.

Diğer yandan Tebliğ'in 16. maddesinin 3. fıkrasında paya dayalı kitle fonlaması aracılığıyla fon toplanmasında yatırımcılara verilecek paylardan doğan ortaklık hakları ile varsa bu paylara ilişkin imtiyazların; 17. maddesinin 12. fıkrasında ise girişim şirketinin artırım öncesi sermaye tutarının nominal değerinin, sermaye artırım suretiyle yatırımcılara verilecek pay tutarının nominal değerinin ve beher payın satış fiyatının bilgi formunda yer almasının zorunlu olduğu düzenlenmiştir.

Tebliğ'in 19. maddesinin 3. fıkrasında ise borçlanmaya dayalı kitle fonlaması aracılığıyla fon toplanmasında; belirlenmiş faiz ve benzeri getirileri, vade ve ödeme koşulları ile borçlanma aracına ilişkin diğer tüm hak ve yükümlülüklerin bilgi formunda yer almasının zorunlu olduğu hüküm altına alınmıştır.

b. Diğer Bilgilendirme Yükümlülükleri

Tebliğ'in 26. maddesi uyarınca kampanya süresi içinde kararını etkileyebilecek herhangi bir değişikliğin veya yeniliklerin ortaya çıkması halinde bu durumun açıklamaya konu hususların ortaya çıktığı veya öğrenildiği tarihten itibaren iki iş günü içinde girişimci veya girişim şirketi tarafından derhal platforma bildirilmesi zorunluluğu getirilmiştir.

Yatırımcıların kararını etkileyebilecek nitelikte olan değişiklikler bunlarla sınırlı olmamak üzere aşağıda yer alan değişikliklerden birinin fonlanan şirket nezdinde meydana gelmesi halinde bildirilerek kamuya açıklanacağı Tebliğ'in 28. maddesinde hüküm altına alınmıştır:

- Fonlanan şirket aleyhine fesih davası açılması, bu davanın sonuçlanması, varsa esas sözleşmede tayin edilen bir fesih sebebinin gerçekleşmesi veya genel kurulda fonlanan şirketin feshine karar verilmesi,
- Fonlanan şirketin konkordato için başvurması, bu başvurunun sonuçlanması,
- Fonlanan şirket aleyhine iflas davası açılması, bu davanın sonuçlanması veya fonlanan şirketin tasfiyesi sonucunu doğurabilecek sona erme nedenlerinden birinin gerçekleşmesi,
- Fonlanan şirketin yönetim kontrolünün el değiştirmesi,

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

İlgili değişiklikler veya eklemeler uyarınca yenilenerek sunulan bilgi formunun ise iki iş günü içinde yatırım komitesi tarafından onaylanması ve derhal kampanya sayfasında ilan edilmesi öngörülmüştür. Buna ek olarak platform tarafından ilgili projeye yönelik fon sağlama talebini iletmış olan üyelere bildirilmesi gerektiği hüküm altına alınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.26/f.2).

Meydana gelen değişikliklerin ve eklemelerin doğru, güncel ve derhal bildirilmesi ise büyük önem arz etmektedir. Nitekim yatırım komitesi, değişiklikler uyarınca yenilenen bilgi formunu onaylamak yerine gelişmelerin niteliğini ve potansiyel etkilerini değerlendirerek kampanya sürecini iptal etme yetkisini haizdir. Diğer yandan ise yapılan bilgilendirme üzerine, ekleme ve değişikliklerin yatırım komitesi tarafından onaylanarak yayımlandığı tarihten önce ödeme emrini veren yatırımcıların cayma hakkını kullanma süresi başlayacaktır (Kitle Fonlaması Tebliği m.26/f.3 ve m.26/f.4).

Görüleceği üzere diğer sermaye piyasası faaliyetlerine kıyasen kitle fonlaması yoluyla halktan para toplama faaliyetinde, yükümlülüklerin azaltılması ve daha serbest koşulların uygulanması esası belirlenmiş olsa da diğer taraftan bilgi formunun ilan edilmesi ve değişikliklerin bildirilmesi zorunluluğu ile bunların incelenmesi imkânı getirilerek kamunun aydınlatılması ve şeffaflığın sağlanması amaçlanmıştır. Meydana gelen değişikliklerin proje kapsamında yarattığı gelişmeler ise, adeta bir yaptırım olarak kampanya sürecinin yatırım komitesi tarafından sonlandırılması ya da yatırımcıların cayma hakkını kullanması sonucunu doğurabilmektedir.

B. Yatırımcı

Girişimcilerin etkilemek ve ikna etmek için hedef aldığı yatırımcılar, kitle fonlamasının bir tarafının ötesinde kanaatimizce temel taşıdır. İlgilendikleri ve gelişebileceklerine inandıkları projelere verdikleri finansal desteklerle bu projelerin başarıya ulaşmasını sağlayanlar, yatırımcılardır. Fon sağlayan yatırımcılar finansal yatırım ve kazanç, şirket payı, ödül gibi hedefler ve motivasyonlar dışında bir topluluk üyesi olmak, hayırseverlik, bir yeniliğe katkı sağlama gibi içsel motivasyonlarla da kitle fonlaması modelinden yararlanmaktadır ve bir zorunluluktan ziyade kendi ilgi ve istekleri ile platformlarda yer alan projelere ait kampanya sayfalarını inceleyerek girişimcileri desteklemektedirler. Ancak genellikle yatırımcıların gerçek kişi girişimcilere ve girişim şirketlerine fon sağlamalarındaki esas amaçları, finanse ettikleri projelerin başarıya ulaşması ve böylece kar sağlamaktır.

1. Yatırımcı Olma Koşulları

Yatırımcıların platformlar aracılığıyla kitle fonlaması işlemlerini gerçekleştirebilmeleri için ilgi platforma üye olmaları zorunludur. Yani yürütülen kampanyalara ilişkin bilgilerin platformlar tarafından kampanya sayfalarında ilan edilmesi, kampanya sayfasına erişim hakkının ise yalnız platform üyelerine hasredilmesi nedeniyle platforma üye olma; kitle fonlaması yoluyla fon sağlayabilme bakımından ön koşul teşkil etmektedir.

Yatırımcı olmak için üyelik koşulları ve üyelik işlemlerinin ne şekilde gerçekleştirileceği ise Tebliğ'in 14. maddesi ve devamında düzenlenmiştir. Buna göre

yatırımcıların elektronik ortamda platform ile Ek-5’te asgari unsurları belirlenen üyelik sözleşmesi akdetmeleri ve Ek-6’da yer alan “Kitle Fonlaması Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu”nun okunup anlaşıldığına dair bir beyanı vermeleri gerekmektedir (Kitle Fonlaması Tebliği m.14/f.1, m.14/f.2-c ve m.14/f.2/ç).

Diğer yandan Mülga Tebliğ ile aynı şekilde Tebliğ’in 14. maddesinin 2. fıkrasının a bendinde; Türkiye’de yerleşik gerçek kişiler ile tüzel kişilerin imza yetkilileri için MKK tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde E-Devlet Hizmetlerinin Yürütülmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik’te¹⁹³ tanımlanan kimlik doğrulama işleminin yerine getirilmesinin sağlanması ve bu suretle kimlik bilgileri tespit ve teyit edilen üyelerin bilgilerinin MKK’ya iletilmesi gerektiği düzenlenmiştir. Bu bağlamda platforma üye olan potansiyel yatırımcılara ilişkin kimlik tespit ve teyit işleminin yapılarak elde edilen bilgilerin ve varsa yıllık net gelirlerine ilişkin beyanlarının Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi’ne (“MKK”) iletileceği öngörülerek yatırımcıların kimliklerinin doğrulanması, finansal durumlarının tespit edilmesi ve bunların kayıt altına alınması sağlanmaktadır. Üstelik üyelik başvurusunda bulunan gerçek kişilerin Türkiye’de yerleşik olmaması halinde de bu kişiler için MKK nezdinde hesap açılarak hesaba ilişkin sicil tanımlama işleminin gerçekleştirilmesi gerektiği ve bu suretle kimlik bilgileri tespit ve teyit edilen üyelerin bilgilerinin MKK’ya iletileceği öngörülmüştür.

Yukarıda zikredilen işlemler sayesinde yatırımcıların güvenilirliği ölçülmekte ve girişimcilerin potansiyel yatırımcılarına karşı ticari güven duyması sağlanmaktadır. Zira girişimciler proje ve fikirlerine ilişkin tüm detayları platformda yayınlamaya, bunları aslında tanımadıkları potansiyel yatırımcıların erişimine açık hale getirmekte ve bu durum girişimciler bakımından risk teşkil etmekte olduğundan; yatırımcıların üyelik başvurusu esnasında denetlenmesi girişimcilerin fon toplarken aldığı riski azaltmaktadır.

Üyelik başvurusunda yatırımcıların kimliklerine ve finansal durumlarına ilişkin tespit edilmesi dışında; yatırımcılarda aranan kriterlerden biri de kitle fonlaması

¹⁹³ RG., T. 03.09.2016, S. 29820.

yatırımlarının taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olmaları, yatırımlarının tümünü kaybedebileceklerini ve sahip olacakları payların ve/veya borçlanma araçlarının devir imkânının kısıtlı olabileceğini anlayabilecek durumda olmaları olup aksi halde üyelik başvurularının reddedileceği de hüküm altına alınmıştır. Zira yatırımcıların, finansal destek sağlayacağı projelerin başarıya ulaşması kesin ve/veya platform tarafından garanti edilmiş olmayıp bünyesinde risk barındırmaktadır. Üyelik başvurusunda bulunan yatırımcıların bu nitelikte olmalarının aranması ise kitle fonlaması faaliyetinin amacına ve niteliğine uygundur.

2. Yatırım Tutarı ve Niteliğine İlişkin Sınırlandırmalar

Hem paya hem de borçlanmaya dayalı kitle fonlama yoluyla fon toplama faaliyetinde yatırımcılar tarafından sağlanabilecek finansal destek tutarlarına sınırlama getirilmiştir.

Tebliğ'in 15. ve 18. maddeleri uyarınca hem paya hem borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişiler tarafından bir takvim yılı içinde sağlanabilecek azami finansal destek tutarı 50.000 Türk Lirası olarak belirlenmiştir. Ancak maddelerin devamında, bu sınırın 200.000 Türk Lirasını aşmamak kaydıyla, yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık net gelirinin %10'u olarak uygulanabileceği belirtilmiştir. Ancak her iki fonlama modelinde de nitelikli yatırımcı niteliğini haiz olmayan tüzel kişiler veyahut nitelikli yatırımcılar bakımından herhangi bir azami yatırım sınırı düzenlenmemiştir.

Diğer yandan paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon sağlamaya ilişkin herhangi bir ek yatırım sınırı Tebliğ'de düzenlenmiş değilken borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon sağlanmasında nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişiler bakımından ek bir sınırlama getirilmiş olup bu tür yatırımcıların bir projeye azami 20.000 Türk Lirası yatırım yapabileceği açıkça hüküm altına alınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.18/f.2).

3. Nitelikli ve Diğer Yatırımcı Arasındaki Önem Arz Eden Farklar

Tebliğ'in 4. maddesinin r bendiyle SPK'nın, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerine atıfta bulunulmuş olup nitelikli yatırımcılar,

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin¹⁹⁴ 3. maddesine 22.09.2006 tarihli ve 26297 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanarak getirilen değişiklik uyarınca,

“Yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu SPK'ca belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler” olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla kitle fonlaması yoluyla fon sağlayacak yatırımcılar için Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2) kapsamında belirtilen üyelik koşullarının sağlanması yeterliyken; yatırımcıların nitelikli yatırımcı niteliğini haiz olması için tanıtımda belirtilen nitelik ve finansal koşullara sahip olması gerekmektedir. Nitekim Tebliğ'in 14. maddesinin 2. fıkrasının e bendi uyarınca platform nezdinde nitelikli yatırımcı statüsünü haiz üyelik oluşturulabilmesi için üyelik işlemleri tamamlanmadan önce üyenin MKK nezdinde nitelikli yatırımcı olduğunun tespit edilmesi gerekmektedir.

Nitelikli yatırımcı ile diğer yatırımcılar arasında Tebliğ'de düzenlenen ilk farkın ise iki yatırımcı türünün kitle fonlamasında sağlayabileceği azami fon tutarına ilişkin olduğu ve nitelikli olmayan yatırımcılar bakımından bu tutarın daha düşük belirlenmiş olduğu yukarıda açıklanmıştır.¹⁹⁵

Bu yatırım türleri arasındaki farklardan bir diğeri ise paya dayalı kitle fonlamasında yatırımcılara verilecek paylar bakımından öngörülmüştür. Şöyle ki Tebliğ'in 16. maddesinin 3. fıkrasında, nitelikli olmayan yatırımcılara verilecek paylar arasında imtiyaz farkının yaratılamayacağı öngörülmüşken nitelikli yatırımcılar bu sınırlamadan müstesna tutulmuştur.

¹⁹⁴ RG., T. 19.12.1996, S. 22852.

¹⁹⁵ Ayrıntılı açıklama için bkz. “Üçüncü Bölüm/II/B/2. Yatırım Tutarı ve Niteliğine İlişkin Sınırlandırmalar”.

İlgi maddenin 7. fıkrasında; paya dayalı kitle fonlaması bakımından girişimcilerin veya girişim şirketlerinin kampanya sürecinin başladığı tarihteki ortaklarından fonlanan şirkette önemli etkiye sahip olacakların, kampanya sürecinin başladığı tarihi takip eden 3 yıl içinde, fonlanan şirketteki paylarını devretmelerine ilişkin bir sınırlama öngörülmüştür. Ancak bu devir işleminin nitelikli yatırımcılara yapılması halinin sınırlamadan muaf tutulduğu belirtilerek nitelikli yatırımcılar bakımından diğer yatırımcılara göre farklı bir düzenleme öngörülmüştür.

Benzer bir farklılık borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında da öngörülmüştür. Şöyle ki Tebliğ'in 19. maddesinin 9. fıkrasında; girişimcilerin veya girişim şirketinin kampanya sürecinin başladığı tarihteki ortaklarından fonlanan şirkette önemli etkiye sahip olacakların, kampanya sürecinde yatırımcılara satışı gerçekleştirilen borçlanma aracından doğan tüm borçların itfasının gerçekleştiği tarihe kadar, fonlanan şirketteki paylarını devretmeleri sınırlandırılmıştır. Ancak bu devir işleminin nitelikli yatırımcılara yapılması halinin sınırlamadan muaf tutulduğu belirtilerek nitelikli yatırımcılar bakımından diğer yatırımcılara göre farklı bir düzenleme öngörülmüştür.

Bir diğer farklılık ise diğer yatırımcılara belirlenmesi öngörülmemiş iken borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında nitelikli yatırımcılara, bilgi formunda belirtilmiş olması şartıyla tahsisat oranı girişimci veya girişim şirketi tarafından belirlenebilecek olmasıdır. (Kitle Fonlaması Tebliği m.19/f.7.)

C. Kitle Fonlama Platformu

Günümüzde kitle fonlaması sistemlerinin uygulanışında yatırımcılarla girişimcileri buluşturan ve girişimcilerin projelerini tanıtip açıklayarak fon talep etmelerini sağlayan aracı platformlar, internet siteleri olarak kurulan kitle fonlaması platformlarıdır. Halktan para toplama işleminin gerçekleştirildiği kitle fonlaması platformları yatırımcının aydınlatılması ve girişimci ve yatırımcı arasındaki ilişkinin kurulması sürecinde tarafların haklarını koruyucu önlemlerin alınması konusunda

önemli işlev ve yükümlülükleri mevcuttur.¹⁹⁶ Kitle fonlaması platformları bu sistemin bir tarafı olarak kâr amacı gütmekte ve bu amaçla faaliyetlerini sürdürmektedir. Platformdan platforma oranı değişmek üzere her platform, başarıya ulaşmış projelerin edindikleri fonlamaların belli bir yüzdesini komisyon olarak almaktadır.

Bu platformlar potansiyel yatırımcıların fon eksikliği olan ve projesini gerçekleştiremeyen girişimcilerle buluşmalarına olanak tanımakta ve bu sayede projelerin gerçekleşme ihtimalini çok daha yukarıya çekmektedir. Aslında platformlar sahip olduğu yatırımcı bağlantılarını kullanarak girişimcilere bu olanakları sağlamakta ve gerçekleşen kitle fonlaması faaliyetinin temel taraflarından biri olmaktadır. Bu kapsamda girişimci ve potansiyel yatırımcıların elektronik bir mecrada buluşturan platformlar, aynı zamanda girişimcilere ve projelerine teknik destek vererek projelerinin reklam ve tanıtımlarının da yapılmasını sağlamaktadır. Bu şekilde girişimciler platformu kullanan birçok yatırımcı tarafından görünür ve tanınır hale gelmekte ve bu sayede girişimcilerin yatırımcıları etkilemeye dair imkânı artmaktadır. Ancak bu noktada belirtmek gerekir ki; platformların kitle fonlaması projesinin başarıya ulaşacağına dair bir öngörü veya teminat verme gibi bir misyonu bulunmamaktadır. Gerekli fonun bulunmasına ilişkin garanti vermemenin yanı sıra; platformlar aracılığıyla kitle fonlaması yoluyla fon toplama amacıyla tanıtılan projelerin platform nezdindeki kampanya sayfasında yayım süresi azami 60 günlük bir süreyle sınırlandırılmış olup süre sonunda başlangıçta bilgi formuyla belirlenmiş ve yayınlanmış olan hedef fon tutarına ulaşılamamış olması halinde projenin başarısızlıkla sonuçlandığı kabul edilerek yayından kaldırılmaktadır.

1. Nitelikleri ve Kitle Fonlaması Aracılık Faaliyeti Kapsamında Gereken Finansal ve Yapısal Koşullar

Türk hukukunda Kitle Fonlaması Tebliği'nin 4. maddesinin 1. fıkrasının (u) bendinde *“Paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluş”* olarak tanımlanan kitle fonlanması

¹⁹⁶ **YANLI**, Veliye, Paya Dayalı Kitle Fonlaması, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt:36, Sayı : 1, 2020, s. 31-54.

platformlarının, kurulması ve kitle fonlamasına aracılık faaliyetini gerçekleştirebilmeleri için Tebliğ'in Ek-1'inde¹⁹⁷ yer alan liste ile Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurarak SPK'dan kuruluş ve faaliyete ilişkin izin almaları ve çeşitli usul ve esaslara riayet etmeleri gerekmektedir. Nitekim bu husus Sermaye Piyasası

¹⁹⁷ Kitle Fonlaması Tebliği'nin 1 numaralı ek belgesinde Platformların Listeye Alınma Başvurularında Gerekli Bilgi ve Belgeler düzenlenmiş olup Ek/1'de belirtilen bilgi ve belgeler şu şekildedir:

- “1) Platformu tanıtıcı bilgiler.*
 - 2) Kitle fonlaması faaliyetinin yürütülmesi amacıyla oluşturulan birimlerin görev tanımlarını ve sorumluluk alanlarını gösteren organizasyon şeması.*
 - 3) Platformun, yürürlükte bulunan tüm değişiklikleri içeren ve tek bir metin haline getirilmiş esas sözleşmesinin bir örneği.*
 - 4) Platformun sermayesinin ödendiğinin tespitine ilişkin mali müşavirlik raporu ile sermayenin tesciline ilişkin Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinin bir örneği.*
 - 5) Platformun ortaklarının ve yönetim kurulu üyelerinin bu Tebliğin 6'ncı maddesinde belirtilen şartları sağladıklarını tevsik edici belgeler.*
 - 6) Yatırım komitesi üyelerinin bu Tebliğ'in 9 uncu maddesinde belirtilen şartları sağladıklarını tevsik edici belgeler. (*)*
 - 7) Platform ortakları, yönetim kurulu üyeleri ve yatırım komitesi üyeleri hariç olmak üzere, platformun faaliyetlerinde aktif olarak görev ve sorumluluk üstlenen yönetici ve denetçi personel hakkında bilgiler.*
 - 8) Paya dayalı kitle fonlaması faaliyetlerinin işleyişine ilişkin iş süreçleri ve simülasyon niteliğinde belge örnekleri. (*)*
 - 9) Platformun çıkar çatışması politikası ve bu politikanın kabulüne ilişkin yönetim kurulu kararının bir örneği.*
 - 10) Kitle fonlaması faaliyetinin sağlıklı şekilde yürütülmesini teminen gerekli bilgi işlem altyapısının ve teknik donanımın oluşturulduğuna dair ayrıntılı bilgi ve simülasyon niteliğinde üretilecek belge örnekleri. (*)*
 - 11) MKK ve emanet yetkilisi ile sistem entegrasyonlarının ve buna ilişkin testlerin tamamlanmış olduğuna dair MKK ve emanet yetkilisinden temin edilecek beyan yazısı.*
 - 12) Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yürütecek platformların, MKK'nın Yatırımcı Risk Takip Sistemi ile karşılıklı veri akışını platforma kampanya başvurusunda bulunan girişimci ve girişim şirketleri ile sınırlı olmak üzere sağlayacak altyapıyı platform nezdinde oluşturduğuna dair bilgi ve simülasyon niteliğinde üretilecek belge örnekleri.*
 - 13) Üyelerin girişim şirketi yetkilileri ve/veya girişimci ile elektronik ortamda iletişim kurabilecekleri altyapının platform nezdinde oluşturulduğuna dair bilgi ve belgeler ile simülasyon niteliğinde üretilecek belge örnekleri. (*)*
 - 14) İç kontrol ve risk yönetim birimleri ile belge, kayıt ve muhasebe işlemlerini yürütecek sorumlu birimlerin oluşturulduğuna ve bu birimlerde yeterli sayıda personelin istihdam edildiğine dair ayrıntılı bilgi ve belgeler ile simülasyon niteliğinde üretilecek belge örnekleri.*
 - 15) Dışarıdan hizmet alımının söz konusu olması halinde, platform ile hizmet sağlayıcı kuruluş(lar) arasında imzalanan sözleşmelerin birer örneği.*
 - 16) Kitle fonlaması faaliyetine ilişkin operasyonel işlemlerin yerine getirilmesini teminen MKK ve emanet yetkilisi ile imzalanan sözleşmelerin birer örneği.*
 - 17) Platform ile üyeler arasında akdedilecek üyelik sözleşmesi taslağının bir örneği. (*)*
 - 18) Platform ile girişim şirketi veya girişimci arasında akdedilecek kitle fonlaması sözleşmesi taslağının bir örneği. (*)*
 - 19) Platformun noter onaylı imza sirküleri.*
 - 20) SPK'ca istenecek diğer bilgi ve belgeler. (*)*
- (*) Kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumların listeye alınma başvurularında yalnızca bu belgeler aranır.*

Kanunu'nun Üçüncü Kısımının Birinci Bölümünde yer alan "Kitle Fonlama Platformları" başlıklı 35/A maddesinde kitle fonlama platformlarının kurulması ve faaliyete başlamaları, SPK'dan izin alma şartına bağlanmıştır. Bu kapsamda Tebliğ'in 5. maddesinin 1. fıkrasında platformların kuruluşuna SPK tarafından onay verilebilmesi için;

"a) Anonim ortaklık olması,

b) Sermayesinin asgari 1.000.000 Türk Lirası tutarında ve tamamının nakden ödenmiş olması, sermayesinin ve öz sermayesinin bu tutardan az olmaması,

c) Paylarının tamamının nama yazılı olması,

ç) Ticaret unvanında "Kitle Fonlama Platformu" ibaresinin bulunması,

d) Esas sözleşmesinde işletme konusunun münhasıran paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyetinde bulunulmasına aracılık edilmesi olarak belirtilmiş olması,

e) Kurucularının 6'ncı maddede belirtilen şartları sağlaması,

f) Yönetim kurulunun asgari olarak 3 kişiden oluşması," gerektiği açıkça belirtilerek kitle fonlaması yoluyla fon toplama faaliyetine aracılık edecek plan platformların ticari, hukuki ve finansal yapısına ilişkin standartlar katı şekilde belirlenmiştir. Maddede belirtilen sermaye, pay türü, unvan, esas sözleşme, kurucu nitelikleri ve yönetim kurulu üye sayısı şartlarının sağlanmaması halinde ise platformların kurulma izni alması mümkün olmayacaktır. Ancak Tebliğ'in 5. maddesinin 6. fıkrasıyla; platform olarak faaliyet gösterecek bazı tüzel kişiler bakımından birtakım istisnalar getirilmiştir. Buna göre; kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumların listeye alınma başvurularında yalnızca aynı maddenin 5. fıkrasının (c), (f), (g) ve (ğ) bentlerinde aranan şartların sağlanmasının yeterli olduğu hüküm altına alınmıştır.¹⁹⁸ Dolayısıyla kalkınma ve

¹⁹⁸ Kitle Fonlaması Tebliği (III – 35/A.2) m. 5/f.5:

"(5) Kurulca listeye alınabilmesi için platformun;

a) Kuruluş şartlarının kaybedilmemiş olması,

b) Ortaklarının ve yönetim kurulu üyelerinin 6'ncı maddede belirtilen şartları sağlaması,

yatırım bankaları, katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar bakımından Tebliğ'in 5. maddesinin 1. fıkrasında belirtilen kuruluş şartları aranmayacaktır. Nitekim Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. de bu istisna kapsamında listeye alınmış olup halihazırda kitle fonlama platformu olarak faaliyet göstermektedir.¹⁹⁹

Diğer yandan maddenin devamında platformların Tebliğ hükümleri çerçevesinde faaliyette bulunabilmeleri için yapılan başvurunun SPK tarafından onaylanarak listeye alınmalarına karar verilmesi gerektiği düzenlenmiş olup listeye alınmaları bakımından da birtakım ek şart ve yükümlülükler de öngörülmüştür.²⁰⁰ İlgili madde

-
- c) Bu Tebliğde nitelikleri belirlenen en az bir yatırım komitesi oluşturmuş olması,
 - ç) İç kontrol ve risk yönetim sistemi ile muhasebe ve operasyon birimini oluşturmuş olması,
 - d) Kurulun bilgi sistemleri yönetimi düzenlemelerinde dar yetkili aracı kurumlar için öngörülen bilgi sistemleri altyapısını oluşturarak faaliyete geçirmiş olması,
 - e) Belge, kayıt ve muhasebe işlemlerini yürütecek sorumlu birimde yeterli sayıda personeli istihdam etmiş olması,
 - f) Kitle fonlaması faaliyetinin 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,
 - g) Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yürütecek platformların, girişimci veya girişim şirketlerinin borçlanma araçlarından kaynaklanan ödeme yükümlülüklerinin bilgi formunda belirlenen esaslar çerçevesinde yerine getirebilme kapasitesinin değerlendirilmesini ve kredi limiti kontrolünün yapabildiğini teminen MKK'nın Yatırımcı Risk Takip Sistemi ile karşılıklı veri akışını platforma kampanya başvurusunda bulunan girişimci ve girişim şirketleri ile sınırlı olmak üzere sağlayacak altyapıyı platform nezdinde oluşturması,
 - ğ) Üyelerin, girişim şirketi yetkilileri ve/veya girişimci ve/veya fonlanan şirketin yetkilileri ile elektronik ortamda iletişim kurabilecekleri altyapıyı platform nezdinde oluşturması,
 - h) Kendi personeli arasında, personeli ile hizmet verdiği kişiler arasında ya da hizmet verdiği kişilerin kendileri arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarını tanımlaması, çıkar çatışmalarının önlenmesi için alınabilecek tedbirleri ve çıkar çatışmalarının önlenememesi durumunda izlenecek prosedürleri içeren yazılı çıkar çatışması politikası oluşturması ve bu politikayı yönetim kurulu kararına bağlaması şartlarını yerine getirmesi zorunludur."

¹⁹⁹ Kitle Fonlaması Faaliyetinde Bulunmak Üzere Kurul Tarafından Listeye Alınan Platformlar listesi için bkz. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/6/2> (Erişim Tarihi: 22.12.2021)

²⁰⁰ Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2) m.5/f.5:

"(5) SPK'ca listeye alınabilmesi için platformun;

- a) Kuruluş şartlarının kaybedilmemiş olması,
- b) Ortaklarının ve yönetim kurulu üyelerinin 6'ncı maddede belirtilen şartları sağlaması,
- c) Bu Tebliğde nitelikleri belirlenen en az bir yatırım komitesi oluşturmuş olması,
- ç) İç kontrol ve risk yönetim sistemi ile muhasebe ve operasyon birimini oluşturmuş olması,
- d) Kurulun bilgi sistemleri yönetimi düzenlemelerinde dar yetkili aracı kurumlar için öngörülen bilgi sistemleri altyapısını oluşturarak faaliyete geçirmiş olması,
- e) Belge, kayıt ve muhasebe işlemlerini yürütecek sorumlu birimde yeterli sayıda personeli istihdam etmiş olması,
- f) Kitle fonlaması faaliyetinin 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,

değerlendirildiğinde, kitle fonlaması platformlarının listeye alınmaları için başvurunun kabulü halinde kitle fonlaması faaliyetine aracılık edilmesi sürecinde gerekli olan idari yapının ve yeterli teknik alt yapının, daha listeye alınma başvurusu esnasında arandığı görülmektedir.

Bunun yanı sıra platformların paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyetlerinden hangilerine yetkili olduğu hususunun platformun internet sitesinde belirtilecek olduğu hüküm altına alınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.5/f.11). Bu şekilde platformların kitle fonlaması konusu hakkında aleniyetin sağlanmasıyla; fon toplayacak girişimcilerin veya fon yatırmak isteyen yatırımcıların kendi faaliyet planlarının platformların niteliğine uygunluğunu değerlendirerek tercih yapabilmelerinin amaçlandığı söylenebilecektir.

Diğer yandan SPK'nın gerekli gördüğü hallerde listeye alınma aşamasında veya faaliyet süresince genel olarak veya platform bazında mesleki sorumluluk sigortası yaptırılmasını zorunlu tutabileceği de hüküm altına alınarak platformların kitle fonlamasına aracılık faaliyeti esnasında sebep olduğu zararlara karşı önlem alınması imkânı getirilmiştir (Kitle Fonlaması Tebliği m.5/f.9).

2. Kitle Fonlama Platformlarının Listeden Çıkması

Tebliğ'in 10. maddesinde platformların kuruluşları ve listeye alınmaları bakımından öngörülen şartların yalnız başvuru esnasında değil kitle fonlaması aracılığı faaliyeti gerçekleştiği sürece sağlanması gerektiği hüküm altına alınmıştır. Şartların herhangi bir sebeple kaybedilmiş olması halinde ise bu durumun iki iş günü içinde

g) Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yürütecek platformların, girişimci veya girişim şirketlerinin borçlanma araçlarından kaynaklanan ödeme yükümlülüklerinin bilgi formunda belirlenen esaslar çerçevesinde yerine getirebilme kapasitesinin değerlendirilmesini ve kredi limiti kontrolünün yapılabilmesini teminen MKK'nın Yatırımcı Risk Takip Sistemi ile karşılıklı veri akışını platforma kampanya başvurusunda bulunan girişimci ve girişim şirketleri ile sınırlı olmak üzere sağlayacak altyapıyı platform nezdinde oluşturması,

ğ) Üyelerin, girişim şirketi yetkilileri ve/veya girişimci ve/veya fonlanan şirketin yetkilileri ile elektronik ortamda iletişim kurabilecekleri altyapıyı platform nezdinde oluşturması,

h) Kendi personeli arasında, personeli ile hizmet verdiği kişiler arasında ya da hizmet verdiği kişilerin kendileri arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarını tanımlaması, çıkar çatışmalarının önlenmesi için alınabilecek tedbirleri ve çıkar çatışmalarının önlenememesi durumunda izlenecek prosedürleri içeren yazılı çıkar çatışması politikası oluşturması ve bu politikayı yönetim kurulu kararına bağlaması, şartlarını yerine getirmesi zorunludur.”.

SPK'ya bildirilmesi gerekmektedir. Nitekim Tebliğ'in 10. maddesinin 1. fıkrasında platformlar tarafından SPK'ya yapılan bildirimin SPK tarafından değerlendirileceği ve kaybedilen şartın sağlanması için platformlara uygun bir süre verilebileceği, bu süre içerisinde şartı sağlayamayan platformların ise SPK tarafından resen listeden çıkarılacağı düzenlenmiştir.

Benzer şekilde platformlar tarafından SPK'ya gönderilen finansal tablo ve raporların incelenmesinde platformların, Tebliğ'in 5. maddesinin 1. fıkrasının b bendinde öngörülen sermaye ve öz sermaye tutarlarına ilişkin asgari şartları kaybetmiş olduğunun anlaşılması halinde durumun düzeltilmesi için SPK tarafından platformlara azami 1 yıllık bir süre tanınacağı, bu süre zarfında şartın sağlanamaması halinde ise platformların SPK tarafından resen listeden çıkarılabileceği kabul edilmiştir.

Diğer yandan Tebliğ kapsamındaki yükümlülöklere aykırı eylemleri tespit edilen platformların SPK'ca resen listeden çıkarılabileceği veya faaliyetlerinin sadece paya dayalı ya da borçlanmaya dayalı olarak yürütölmesine karar verilebileceği hüküm altına alınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.10/f.5). Ancak görölleceği üzere burada diğer hükümlerden farklı olarak SPK'ya ikinci bir tercih hakkı tanınmış olup platformların listeden çıkarılmayarak faaliyet konularının sınırlandırılması yönünde de karar alabilecekleri düzenlenmiştir.

Bunun yanı sıra platformların kuruluşlarından itibaren listeye alınmak için SPK'ya başvurmaları ve listeye alınmalarından itibaren platforma kampanya başvurusunda bulunulması halinde kampanya sürecinin fiilen yürütöllebilmesine imkân sağlayacak şekilde faaliyete geçmeleri için 6 aylık süre sınırı öngörölümüştür (Kitle Fonlaması Tebliği m.10/f.2-3). Bu süre içerisinde listeye alınma başvurusunda bulunmayan platformların başvuru hakkının düşeceğı; faaliyete geçmeyen platformların ise SPK tarafından resen listeden çıkarılacağı öngörölümüştür.

Yukarıda belirtilen herhangi bir sebeple listeden çıkarılan platformların, çıkarılmalarına ilişkin SPK kararının kendilerine bildirildiğı tarihte kitle fonlamasına aracılık etme ve elektronik ortamda hizmet verme yetkisi sona ereceğı düzenlenmiştir. Anılan maddede ayrıca platformların listeden çıkarılmaya ilişkin SPK'nın karar

tarihinden itibaren bir yıl süreyle kitle fonlaması faaliyetinde bulunmak üzere yeniden listeye alınmak için SPK'ya başvuruda bulunamayacakları; ortaklarının ise 1 yıl süreyle kitle fonlaması faaliyetinde bulunmak üzere başka bir platformda herhangi bir unvan altında görev alamayacakları ve ortak olamayacakları hüküm altına alınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.10/f.6-7). Listedenden çıkarılmış olmalarına rağmen faaliyet gösteren platformlara uygulanabilecek tedbirler ise aşağıda ayrı bir başlık altına açıklanmıştır.²⁰¹

Son olarak belirtmek gerekir ki; süresi içinde listeye alınmak üzere SPK'ya başvurmayan, listeye alınma başvurusu SPK'ca reddedilen ve listeden çıkarılan platformların, bu hususların kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç 3 ay içinde sona erme kararı almaları veya esas sözleşmelerinin ticaret unvan, amaç ve faaliyet konularına ilişkin hükümleri kitle fonlaması faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmeleri zorunlu tutulmuştur. (Kitle Fonlaması Tebliği m.10/f.7.) Bu durumun ticaret sicil gazetesine tescil edilmesiyle; ilgi platformun kitle fonlaması faaliyetine aracılık etmeye ilişkin yetkisini haiz olduğuna ilişkin hatalı bir kanının kamuoyu nezdinde oluşmasının engellendiğinin amaçlandığı söylenebilecektir. Bu zorunluluğun yerine getirilmemesi halinde ise platformlara SPK tarafından yaptırım uygulanması gündeme gelecektir.²⁰²

3. Kitle Fonlaması Platformlarının Yönetim Organları

a. Yönetim Kurulu

Yönetim Kurulu, yalnız anonim şirket türünde faaliyet gösterebileceği hüküm altına alınmış olan kitle platformlarının karar organı olup minimum 3 kişiden oluşması gerektiği öngörülmüştür. Yönetim kurulunun üyelerinin, platformlar için Tebliğ'de öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden sorumlu oldukları hüküm altına alınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.29/f.1). Üstelik her ne kadar Tebliğ'in 7. maddesinin 1. fıkrasında platformlar tarafından münhasıran yönetim kurulunca icra edilmesi gereken faaliyetler haricindeki görev ve yükümlülüklerin ifası için uzman

²⁰¹ İzinsiz sermaye piyasası faaliyetinde bulunan kitle fonlama platformlarına uygulanabilecek tedbirler için bkz. "Üçüncü Bölüm/II/C/8/a. İzinsiz Sermaye Piyasası Faaliyetinde Uygulanacak Tedbirler".

²⁰² İzinsiz sermaye piyasası faaliyetinde bulunan kitle fonlama platformlarına uygulanabilecek tedbirler için bkz. "Üçüncü Bölüm/II/C/8/a. İzinsiz Sermaye Piyasası Faaliyetinde Uygulanacak Tedbirler".

kuruluşlardan hizmet alınabileceği öngörülmüş olsa da maddenin devamında; dışarıdan hizmet alınmasının, platformun ve dolayısıyla yönetim kurulu üyelerinin sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan sorumluluklarını ortadan kaldırmayacağı hüküm altına alınarak üyelerin bu yöntemle sorumluluktan kaçınmasının engellendiği görülmektedir. Ayrıca belirtmek gerekir ki yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu yalnız bu kapsamında olmayıp anonim şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin şirkete, pay sahiplerine ve şirket alacaklılarına karşı verdikleri zarardan sorumluluklarının düzenlendiği TTK'nın 553. maddesi kapsamında da sorumluluk gündeme gelebilecektir.

Platformların hukuka veya yükümlülüklerle aykırı eylemlerinden kaynaklı sorumluluğun yönetim kuruluna atfedilmiş olması sebebiyle kanun koyucu platformlarda olduğu gibi üyelerinde de birtakım şartların yerine getirilmiş olmasını aramaktadır.²⁰³ Bu bakımdan müflis olmama, konkordato ilân etmiş olmama, hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmama gibi maddi duruma ilişkin şartlar dışında önem teşkil eden şartlardan biri de kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar hariç olmak üzere, platformların en az bir yönetim kurulu üyesinin 15/2/2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Bireysel

²⁰³ Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2) m.6/f.1:

“(1) Platformun kurucularının, ortaklarının ve yönetim kurulu üyelerinin;

a) Müflis olmaması, konkordato ilân etmiş olmaması ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması,

b) Faaliyet izinlerinden biri SPK'ca iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması,

c) Kanunda yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkûmiyetinin bulunmaması,

ç) 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı mülga Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri veya ortağı oldukları kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması,

d) 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da Devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, terörizmin finansmanı, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması,

e) İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip bulunması,

f) Kanunun 101 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması, zorunludur.”.

Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelikte tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip olmasıdır (Kitle Fonlaması Tebliği m.6/f.3-4).

Diğer yandan platformların yönetim kurulu üyelerinin TTK'nın 359. maddesinin 3. fıkrası gereğince tam ehliyetli olmaları gerekmektedir. Ayrıca 28/11/2012 tarihli ve 28481 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları İle Bu Toplantılarda Bulunacak Gümrük ve Ticaret Bakanlığı Temsilcileri Hakkında Yönetmeliğin 30. maddesinin ikinci fıkrası gereğince üyelerin; şirketin esas sözleşmesiyle getirilebilecek diğer özel şartları taşımaları ve 14/7/1965 tarihli ve 657 sayılı Devlet Memurları Kanunu'nun 28. maddesi hükmü saklı kalmak kaydıyla Devlet memuru olmamaları gerektiği de hüküm altına alınmış olup bu şartlar elbette ki platformun yönetim kurulu üyeleri bakımından da geçerlidir.

b. Yatırım Komitesi

Tebliğ'in 9. maddesinin 1. fıkrası uyarınca; platform yönetim kurulu tarafından üyeleri belirlenen ve bir üyesinin bireysel katılım yatırımcısı lisanslı platform yönetim kurulu üyesi olmak üzere en az 3 üyeden oluşan yatırım komitesinin²⁰⁴ üyelerinin Tebliğ'in 6. maddesinin 1. fıkrasında sayılan şartları haiz olması şartı aranmaktadır. Maddenin devamında ayrıca üye sayısının çoğunluğunun finans, girişimcilik, işletmecilik, hukuki danışmanlık, teknoloji, sanayi ve ticaret gibi alanlarda en az 5 yıllık tecrübeye sahip kişilerden olması, en az bir üyesinin ise 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 şartı zorunluluğu getirilmiştir.

Fonlanması talep edilen projelerin değerlendirilmesinin özel bir uzmanlık gerektirmesi gerektiğinden; yatırım komitesi üyelerinin belirli niteliklere sahip olması

²⁰⁴ Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2) m.4/f.1-z:

“dd) Yatırım komitesi: Girişimci veya girişim şirketi tarafından hazırlanan fizibilite ve/veya kredibilite raporunu değerlendiren, kampanyalara ilişkin hazırlanan bilgi formunu onaylayan ve platform yönetim kurulu tarafından belirlenen komite”.

ve projelerin de özel uzmanlık niteliklerini haiz olan yatırım komitesi tarafından değerlendirilmesi öngörülmüştür.²⁰⁵

Diğer yandan ilgi maddenin 2. fıkrasında borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyeti yürüten platformların yatırım komiteleri bakımından yukarıda sayılan şartlara ek olarak; en az bir üyesinin Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’de tanımlanan kredi derecelendirme lisansına sahip kişilerden olması, üye sayısının çoğunluğunun ise istatistik, risk değerlemesi ve yönetimi, finansal analiz, derecelendirme ve değerlendirme alanlarının herhangi birinde en az 5 yıllık tecrübeye sahip kişilerden olması şartlarını taşıması gerektiği hüküm altına alınmıştır.

Yatırım komitelerinin kitle fonlaması yoluyla fon toplanması faaliyetindeki görevlerinden biri; fon toplayanlar tarafından oluşturulan bilgi formlarını ve raporları değerlendirmesi ve Kitle Fonlaması Tebliği m.9/f.9. gereğince üye sayısının salt çoğunluğu ile alacağı karar ile kampanya başvurularını onaylayarak kampanya sayfasında yayınlanmak üzere platforma iletmesidir. Bu kapsamda yatırım komitesi tarafından; bilgi formunun onaylanmasına ve paya dayalı kitle fonlaması bakımından Ek-2’de asgari unsurları belirlenen fizibilite raporunun, borçlanmaya dayalı kitle fonlaması bakımından Ek-3’te asgari unsurları belirlenen kredibilite raporunun incelenmesine yönelik olarak objektif değerlendirme ölçüt ve yöntemlerini içeren bir değerlendirme politikası oluşturulmakta ve bu politika platform yönetim kurulu tarafından karara bağlanarak platformun internet sitesinde kamuya duyurulmaktadır (Kitle Fonlaması Tebliği m.11/f.7).

Diğer yandan Tebliğ’in 29. maddesinin 2. fıkrasıyla bilgi formunun, gerçek kişi girişimciler/girişim şirketlerinin yetkilileri dışında yatırımcı komitesi tarafından da imzalanacağı öngörülerek bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsil sorumluluk silsilesine yatırım komitesi üyeleri de katılmıştır.

²⁰⁵ KÜÇÜKGÜNGÖR, s. 219.

Yatırım komitelerinin kitle fonlaması yoluyla fon toplanması faaliyetindeki görevlerinden bir diğeri ise borçlanmaya dayalı kitle fonlaması bakımından öngörölmüş olup toplanan fonların bilgi formunda ilan edilen amacına uygun olarak kullanılıp kullanılmadığının kontrolü ve denetiminin yerine getirilmesi yatırım komitesi tarafından sağlanacaktır. (Kitle Fonlaması Tebliğı m.22/f.4). Bu amaçla yatırım komitesi tarafından hazırlanma yükümlölüğünün doğduğı tarihi takip eden otuz gün içinde düzenlenecek ve imzalanma tarihini takip eden beş iş günü içinde fonlanan şirkete teslim edilecek olan denetim raporunun;

- 1.000.000 Türk Lirasının üzerinde fon toplanması halinde fonların fonlanan şirkete aktarıldığı tarih itibarıyla yıllık olarak,

- 1.000.000 Türk Lirası ve altında fon toplanması halinde bilgi formunda fonların tamamının kullanılacağına belirtildiğı tarih itibarıyla,

- Her halükarda, toplanan fon tutarına bakılmaksızın fonların tamamının kullanıldığı tarih itibarıyla

düzenlenmesi gerektiğı hüküm altına alınarak raporların oluşturulacağı zaman, toplanan fon miktarı ve fonların kullanılması baz alınarak netleştirilmiştir. (Kitle Fonlaması Tebliğı m.22/f.4, f.5.) Böylece toplanan fonların bilgi formunda belirtildiğı şekilde ve zamanda kullanılıp kullanılmadığının denetimi sağlanmaya çalışılmıştır.

Ayrıca ilgi maddenin 6. fıkrasında; yatırım komitesi tarafından hazırlanan denetim raporunda toplanan fonların ilan edilen amacına uygun olarak kullanılmadığının tespit edilmesi veya gerekli incelemelerin yapılmasını engelleyen faaliyetlerde bulunulması halinde yatırım komitesine ilgi durumu SPK'ya derhal bildirme yükümlölüğü getirilmiştir.

Son olarak belirtmek gerekir ki yatırım komitesi üyelerinin kendilerinin, eşlerinin, alt ve üst soylarının sermaye, denetim ve idari bakımdan doğrudan veya dolaylı olarak ilişkili oldukları projelere ait kampanya başvurularının değerlendirilmesine ilişkin müzakerelere katılamayacakları ve oy kullanamayacakları; bu yasağın yatırım komitesi üyesinin müzakereye katılmasının ve oy kullanmasının dürüstlük kuralına aykırılık

teşkil edeceği hallerde de geçerli olduğu ve bahsi geçen durumun ilgili üye tarafından yatırım komitesine açıklanmasının zorunlu olduğu hüküm altına alınmıştır. (Kitle Fonlaması Tebliği m.9/f.10). Bu yönde bir yasağın getirilmesiyle, yatırım komitesinin kitle fonlaması yoluyla fon toplama faaliyetindeki rolünün önemi gereği tarafsız bir organ olarak teşkil etmesinin kanun koyucu tarafından amaçlandığının söylenmesi mümkündür.

4. Kitle Fonlama Platformlarının Kampanya Süreci Kapsamındaki Ortak Yükümlülükleri

a. Kampanya Sayfasının Oluşturulması

Gerçek veya tüzel kişi bir girişimcinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla gerçekleştirilen fon toplama talebinin platformlar üzerinden kamuya duyurulması için internet ortamında projeye ait kampanya sayfasının oluşturulması gerekmektedir. Nitekim 60 günlük kampanya süresinin başlangıcı, yatırım komitesi tarafından onaylanmış bilgi formunun kampanya sayfasında yayımlandığı tarihtir.

Tebliğ'in 11/3. maddesi gereği platformlar; fon toplanan her bir proje için kampanya sayfası oluşturma ve fonlanan şirkete ilişkin periyodik açıklamaların bu sayfada yayınlanabilmesi için ihtiyaç duyulan alt yapıyı kurma yükümlülüğü altındadır. Yine platformlar; yatırım komitesince kampanya başvurularına ilişkin yapılan değerlendirmeleri içeren raporların, toplanacak fonların ne şekilde kullanılacağına ilişkin girişim şirketi veya girişimci tarafından hazırlanan raporların, toplanan fonların bilgi formunda ilan edilen amacına uygun olarak kullanıldığının kontrolü ve denetimi için paya dayalı kitle fonlamasında bağımsız denetim kuruluşları tarafından hazırlanan özel amaçlı bağımsız denetim raporlarının ve borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında yatırım komitesi tarafından hazırlanan denetim raporlarının, Tebliğ'in m.17/f.5-b ve m.20/f.2-b uyarınca hazırlanacak mali müşavir raporlarının, bilgi formunun değiştirilmesi ya da yeni eklenmesi öngörülen hususları içerip yatırım komitesi tarafından onaylanan kısımların, kampanyanın sona ermesinden sonra fonlanan şirketin ve projesinin mevcut durumuna ve fonun kullanıldığı yerlere ilişkin bilgilerin kampanya sayfasında yayınlanmasından sorumlu tutulmuştur.

Platformlar tarafından oluşturulan kampanya sayfası ise Tebliğ'in 4. maddesinde yer alan *"Projeye ilişkin olarak platform nezdinde oluşturulan ve yalnızca üyelerin erişimine açık tutulan internet sayfası"* şeklindeki tanım gereğince yalnızca platform üyesi yatırımcılar tarafından erişilebilecek niteliktedir.

Bu sayfalarda yatırım komitesi tarafından onaylanan bilgi formu ve kampanyaya ilişkin somut ve rasyonel yatırımcıların yatırım kararını alırken önemli kabul edebileceği ve kararını etkileyebilecek her türlü bilgi yayınlanarak kampanya sürecine ilişkin platform üyelerinin bilgilendirilmesi sağlanmaktadır. Tebliğ'in 11. maddesinin 3. fıkrasının b bendinde yatırımcıların yatırım kararını alırken önemli kabul edebileceği ve kararını etkileyebilecek her türlü bilgi; *"projeyle ilgili gelişmeler, fonlanan şirkete ilişkin kâr dağıtımı, borca batıklık tehlikesi, sermayenin artırılması veya azaltılması, finansal durumundaki değişiklikler, faaliyet gösterilen sektöre ilişkin gelişmeler, kamu otoritelerinin fonlanan şirketin faaliyet gösterdiği sektörü etkileyecek nitelikteki kararları, faaliyetlerine ilişkin bilgiler, yönetim kadrosundaki değişiklikler, fonlanan şirket veya yöneticileri hakkında açılan davalar, fonlanan şirketin konkordato başvurusu, uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma başvuru yapması"* olarak ve ancak bunlarla sınırlı olmayarak örneklendirilmiştir.

Üstelik fon toplama amacıyla yürütülen kampanyalara ilişkin bilgi ve açıklamaların yalnız kampanyanın yürütülmesi esnasında yayınlanması yeterli görülmemiş olup paya dayalı kitle fonlaması faaliyeti yürüten platformlarda kampanyanın gerçekleştiği takvim yılını izleyen beş yıl boyunca; borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyeti yürüten platformlarda ise kampanya kapsamında çıkarılan borçlanma araçlarının itfasının gerçekleştiği tarihe kadar dahi kampanya sayfasını yatırımcıların erişimine açık tutma yükümlülüğü devam etmektedir. (Kitle Fonlaması Tebliği m.11/f.3-a.) Böylece kampanyanın sona ermesinden sonra dahi periyodik açıklamaların yapılması ve bunların kampanya sayfasında platform üyelerine ilan edilmesinin öngörülmesi suretiyle, özellikle toplanan fonların amacına uygun kullanılıp kullanılmadığının ilgililerce tespit edilebilmesinin sağlanmaya çalışıldığı söylenebilecektir.

b. Fonların Toplanması ve Saklanması İlişkin Yükümlülükler

Hedeflenen fon tutarına ulaşamayarak kampanya süresinin bitmesi ya da hedeflenen fon tutarının aşılması hallerinin her ikisi bakımından da toplanan fonların yatırımcılara dağıtılması suretiyle iade edilmesi gerekmektedir. Ancak her iki hal bakımından iade koşulları farklılık arz etmekte olup aşağıda ilgili başlık altında detaylıca açıklanmıştır.²⁰⁶

c. Dolandırıcılık Riskinin Düşürülmesine İlişkin Yükümlülükler

Kitle fonlamasında yatırımcılar, girişimcilerin şahsi veya kurumsal kimliklerini veyahut gerçekten bir iş fikrine veya projeye sahip olup olmadıklarını bilmeksizin fon taleplerine karşılık vermekte; diğer yandan girişimciler de kendilerine finansal destek sağlayan yatırımcıların şahsi veya kurumsal kimliklerini veyahut finansal durumlarının fon sağlamaya yeterli olup olmadığını bilmeden iş fikirlerinin ve projelerinin detaylarını paylaşmış olmaktadır. Birbirlerini birebir tanımayan taraflar arasında kitle fonlamasına dayalı bir ilişki ortaya koyulduğu bu durum da hem girişimciler hem de yatırımcılar için dolandırıcılık riski barındırmaktadır. Bu dolandırıcılık riskinin azaltılması ve taraflar arasında güven ilişkisinin kurulması amacıyla platformlara birtakım yükümlülükler atfedilmiştir.

Bunlardan biri, yukarıda detaylarıyla açıklanmış olan ve Tebliğ'in 14. maddesinin 2. fıkrasının a ve b bentleri kapsamında getirilen kimlik doğrulama işlemidir.²⁰⁷ Buna göre platforma üyelik başvurusunda bulunan Türkiye'de yerleşik gerçek kişi yatırımcıların ve tüzel kişi yatırımcıların imza yetkililerinin kimlik bilgileri e-devlet sistemi aracılığıyla doğrulanacak ve elde edilen bilgiler MKK'ya iletilecektir. Türkiye'de yerleşik olmayan yatırımcıların platforma başvurusu halinde ise kimlik doğrulama işlemi için; MKK nezdinde kişilere hesap açılması ve hesaba ilişkin sicil tanımlama işlemi yapılması usulü izlenecektir. Benzer şekilde başvuruda bulunan ve yıllık net gelirlerine ilişkin beyanları mevcut olan yatırımcıların bu beyanları da finansal

²⁰⁶ İade süreci hakkında ayrıntılı açıklama için bkz. "Üçüncü Bölüm/III/A/2/a. Platformların Hak ve Yükümlülükleri".

²⁰⁷ Kimlik doğrulama usulü hakkında ayrıntılı açıklama için bkz. "Üçüncü Bölüm/II/B/1. Yatırımcı Olma Koşulları".

durumlarının tespiti, teyidi ve kayıt altına alınması amacıyla MKK'ya iletilecek ve saklanacaktır (Kitle Fonlaması Tebliği m.14/f.2-f).

Böylece platforma üyelik amacıyla başvuran yatırımcıların ilettiği bilgilerin doğruluğunun ve fon sağlama amaçlarının güvenilirliğinin platform tarafından daha başvuru aşamasında denetimi ve kontrolü sağlanarak girişimcilerin projelerine fon sağlama talebinde bulunan yatırımcılar tarafından dolandırılma riski azaltılmaktadır.

Diğer yandan yatırımcıların dolandırıcılık riskinin azaltılması bakımından da platformların yükümlülüğü bulunmaktadır. Nitekim Tebliğ'in 11. maddesinin 3. fıkrasının d bendinde platformlar, kampanya boyunca bilgi formunda yer verilen hususlara aykırılıkları önlemekle sınırlı olacak şekilde yatırımcıların hak ve menfaatlerinin ihlal edilmesini önleyici tedbirleri almakla yükümlü tutulmuştur.

Bu kapsamda; kitle fonlaması yoluyla fon toplama talebiyle projelerini sunan girişimciler tarafından oluşturulan bilgi formunda gerçek ve tüzel kişi girişimcilerin şahsi ve ticari kimliklerine, kampanyaya ve projeye ilişkin bilgilerin detaylıca ve eksiksiz yer alması ve fon kullanım raporunun, pay satış fiyatının tespiti amacıyla hazırlanan raporların, gerçek kişiler bakımından girişimcilerin ve ekip üyelerinin özgeçmişlerinin ve atıf yapılan/referans verilen veri ve raporların kaynaklarının; tüzel kişiler bakımından ise girişim şirketinin esas sözleşmesinin ve finansal raporların bilgi formuna ek olarak sunulması gerekmektedir. Girişimcilerce sunulan bu bilgi ve belgelerin ise platform yönetim kurulu tarafından belirlenen yatırım komitesi tarafından değerlendirilip onaylanacak olduğu ve aksi bir durumda bilgi formundan kaynaklanan zararlardan sorumluluğun doğacağına öngörüldüğü göz önünde bulundurulduğunda; yatırımcıların girişimciler tarafından dolandırılma riskinin azaltılmasına yönelik önlemlerin alınması yükümlülüğünün platformlara yüklenmiş olduğu görülmektedir.

Dolandırıcılık riskinin azaltılmasına ilişkin Tebliğ'in m.16/f.7 ve m.19/f.9 gereğince hem paya hem de borçlanmaya dayalı kitle fonlama faaliyeti için öngörülen tedbirlerden birisi de girişimcilerin veya girişim şirketlerinin kampanya sürecinin başladığı tarihteki ortaklarından fonlanan şirkette önemli etkiye sahip olacak kişilerin, fonlanan şirketteki paylarını belirli bir süre boyunca devredememesine ilişkin devir

yasağıdır. Buna göre devir yasağının; paya dayalı kitle fonlamasında kampanya sürecinin başladığı tarihi takip eden 3 yıl için, borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında ise kampanya sürecinde yatırımcılara satışı gerçekleştirilen borçlanma aracından doğan tüm borçların itfasının gerçekleştiği tarihe kadar geçerli olacağı öngörülmüştür. Ancak miras, mirasın paylaşımı, eşler arasındaki mal rejimi hükümleri veya cebri icra nedenleriyle yapılacak devirler ile nitelikli yatırımcılara ya da bunların kendi aralarında yapacakları devirler, bu devir yasağından hariç tutulmuştur.

Bu devir yasağının, TTK'nın 491. maddesiyle de paralel olduğu görülmektedir. Zira TTK m. 492 gereğince bedeli tamamen ödenmiş olmadıkça nama yazılı payların devredilmesi; miras, mirasın paylaşımı, eşler arasındaki mal rejimi hükümleri veya cebri icra yolu hariç olmak üzere ancak şirketin onayıyla mümkündür. Ancak diğer yandan şirketin ancak devralanın ödeme yeterliliğinin şüpheli olması ve şirketçe istenen teminatın verilmemiş olması halinde reddedebileceği de öngörülmüştür. Burada Tebliğ'de birtakım ek istisnalar olmakla birlikte her iki düzenlemede de devir yasağı bakımından miras, mirasın paylaşımı, eşler arasındaki mal rejimi hükümleri veya cebri icra yolunun istisna olarak kabul edilmiştir. Ancak diğer yandan TTK m. 491'de devir yasağının mutlak olmadığı ve şirketin onayıyla yapılabileceğinin öngörülmüş olmasından farklı olarak Tebliğ'in m.16/f.7 ve m.19/f.9 hükümlerinde; SPK ya da başkaca bir kurumun/kurulun onayıyla devir yapılmasının mümkün olacağının kararlaştırılmadığı ve istisnai haller dışında devir yasağının mutlak olduğu görülmektedir.

Diğer yandan belirtmek gerekir ki yatırımcıların kitle fonlaması faaliyeti kapsamında yapabileceği yatırımlara bir üst limitin getirilmesi de²⁰⁸ dolandırıcılık riskine karşı yatırımcı nezdinde meydana gelebilecek zararların azaltılması amacına yöneliktir. Zira azami yatırım miktarı belirlenerek dolandırıcılığın söz konusu olması halinde yatırımcıların bundan dolayı uğrayabileceği zarar sınırlandırılmış olmaktadır.²⁰⁹

²⁰⁸ Yatırım sınırına ilişkin ayrıntı açıklamalar için bkz. “Üçüncü Bölüm/II/B/2. Yatırım Tutarı ve Niteliğine İlişkin Sınırlandırmalar”.

²⁰⁹ KÜÇÜKGÜNGÖR, s. 103.

d. Kayıtların Saklanması İlişkin Yükümlülükler

Tebliğ kapsamında platformlara, birtakım bilgi ve belgeleri arşivleme yükümlülüğü atfedilmiştir. Platformlarca saklanması öngörülen belgelerden biri, Tebliğ'in 14. maddesinin 2. fıkrasının c bendi kapsamında platforma üyelik başvurusu kabul edilen yatırımcılarla akdedilen üyelik sözleşmesidir. Buna göre platformlar bu akdedilen sözleşmeleri elektronik ortamda saklamakla ve bir örneğini uygun haberleşme vasıtasıyla üyelere iletmekle yükümlü tutulmuştur.

İlgi fıkranın ç bendiyle ise platformların, yatırımcılardan “Kitle Fonlaması Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu”nun okunup anlaşıldığına yazılı veya elektronik bir beyan alarak bu beyanı saklaması ve bir örneğini uygun haberleşme vasıtasıyla üyelere iletilmesi gerektiği düzenlenmiştir.

Maddenin devamındaki f bendinde de benzer şekilde platformlar, üyelik başvurusunda bulunan yatırımcıların yıllık net gelirlerine ilişkin beyanda bulunmaları halinde bu beyanları derhal MKK'ya iletmek ve saklamakla yükümlendirilmişlerdir.

Diğer yandan Tebliğ'in 11. maddesinin 12. fıkrasında platformların, yatırım komitesinin bilgi formunun onaylanmasına ilişkin değerlendirme sürecinde girişim şirketlerinden veya girişimcilerden elde edilerek yatırım komitesinin kararına dayanak oluşturan belge, kayıt ve raporların kampanya süresinin bitimini takip eden 5 yıl süre ile saklamalarının zorunlu olduğu hüküm altına alınarak platformların saklama yükümlülüğünün kampanya süresinin bitimiyle sona ermeyeceği öngörülmüştür.

e. Diğer Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Sermaye piyasasının şeffaf, güvenilir, adil, istikrarlı ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması ise; sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve durumların kamuya açıklanmasına bağlıdır. Nitekim Sermaye Piyasası Kanunu'nun düzenlenme amacı ilk maddede “*Sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak*

ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi” olarak açıklanmıştır.

Kitle fonlamasında ise sermaye piyasasında gerçekleşen diğer faaliyetlere nazaran daha esnek koşulların öngörülmüş olması, özellikle yatırımcılar nezdinde oluşabilecek risk nedeniyle yatırımcıların piyasaya duyduğu güveni azaltarak yatırım yapmaya yönelik karar almalarını güçleştirebilecek niteliktedir. Oysaki sermaye piyasasının temel fonksiyonu, fon arz edenler ile fon talep edenleri bir araya getirmek, böylece taleplerin karşılanmasını sağlamaktır.²¹⁰ Bu nedenle kitle fonlamasında rol oynayan aktörlere, girişim fikirlerine ve proje süreçlerine ilişkin bilgilerin şeffaf, doğru, yeterli ve düzenli olarak kamuya açıklanması; kitle fonlamasının amacına ve niteliğine uygun olarak fon talep edenler ile fon sağlayanların bir araya gelmesinin kolaylaşması ve bunun istikrar kazanması bakımından büyük önem arz etmektedir.

Sermaye piyasası hukukunun temel ilkelerinden biri olan kamuyu aydınlatma ilkesinin yerine getirilmesi, yatırımcıların özgür iradeyle yatırım kararı alabilmesinin ancak şeffaflığın sağlandığı bir piyasa ortamında mümkün olması sebebiyle gereklidir.²¹¹ Nitekim girişim fikirlerine ve fonlama süreçlerine ilişkin tam ve gerçeğe uygun şekilde aydınlatma yapılması suretiyle yatırımcıların risk analizi yapabilmeleri ve bu bilinçle karar almaları sağlanmış olacaktır. Böylece kitle fonlaması faaliyetlerinde piyasa aktörlerinin hak ve menfaatlerinin büyük ölçüde korunması sağlanarak sermaye piyasasının adil ve güvene dayalı bir ortamda gelişmesi mümkün kılınabilecektir.

Zira yatırımcıların fon sağlamayı planladığı girişim şirketlerinin finansal durumları hakkında doğru bilgi sahibi olmaları, bu girişim şirketine fon sağlamasında vukuu bulabilecek riskleri doğru analiz edip kararını buna göre verebilmeleri bakımından önemlidir. Bu noktada ise kamunun aydınlatılmasının düzenleyici merciiler tarafından yerine getirilmesi; yatırımcıların yatırım yapmalarından kaynaklanan risk-faydalarını değerlendirebilmeleri açısından önemli ve gereklidir. Kamunun aydınlatılması sayesinde yatırımcıların yatırım sebebiyle uğrayabileceği finansal risk

²¹⁰ ÜNAL, Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, 1. Baskı, İstanbul, Asil Yayıncılık, 2005, s. 8.

²¹¹ MEMİŞ, s. 35.

azaltılarak yatırım ihtiyacı duyan iş fikirleri için fon sağlanabilecek olduğundan kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün getirilmesi, yatırımcıların aldatılmaktan korunarak piyasaya güven duymasını sağlamakta ve sermaye piyasası ortamına katkı sağlamaktadır.²¹²

Kampanya sayfasının oluşturulması ve bu sayfada projeye ilişkin bilgi formunun ve yatırımcıların yatırım kararını alırken önemli kabul edebileceği ve kararını etkileyebilecek her türlü bilginin yayınlanması ve Tebliğ'in 28. maddesi uyarınca fonlanan şirket nezdinde gerçekleşebilecek hukuki ve ticari değişikliklerin kamuya açıklanması başta olmak üzere kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kapsamında platformların yerine getirmekle yükümlü olduğu yükümlülükler ilgi başlıklar altında açıklanmıştır.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kapsamında platformların yerine getirmekle yükümlü olduğu diğer yükümlülükler ise finansal tablolar ve raporlar ile fonların kullanım amaçlarını, kullanım yerlerini ve amacına uygun kullanım durumlarını içeren raporlara ilişkindir.

aa. Finansal Tabloların, Finansal Raporların ve Faaliyet Raporlarının İlan Edilmesi

Kitle fonlaması suretiyle halktan para toplanması faaliyetinde, izahname ve ihraç belgesi hazırlama ile halka açık ortaklık hükümlerinde düzenlenen yükümlülüklerden açıkça muafiyet öngörülmüş olsa da şeffaflık ilkesinin sağlanması amacıyla getirilen bir yükümlülük de finansal tabloların, raporların ve faaliyet raporlarının ilan edilmesidir. Tebliğ'in 28. maddesinin 2. fıkrası uyarınca TTK uyarınca finansal tablolar ve raporların, Vergi Usul Kanunu uyarınca ise yıllık finansal tablolar ve faaliyet raporlarının hazırlanacağı esas belirlenmiştir. Hazırlanan bu tablo ve raporların ise ilgili takvim yılını izleyen dördüncü ayın sonuna kadar platformlar tarafından ilan edileceği hüküm altına alınmıştır.

²¹² **HACİÖMEROĞLU**, Abdülhamid Oğuzhan, Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Kamuyu Aydınlatma, Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi, Cilt:8, Sayı: 15, 2020, s. 275-276.

Böylece yatırımcıların, girişim şirketlerinin mevcut finansal durumlarına ilişkin tam olarak bilgilendirilmesi sağlanarak onlara, finansal destek sağladıkları ya da sağlamayı taahhüt ettikleri projelere ilişkin değerlendirme yapabilme imkânı sunulmuş olmaktadır.

bb. Fonların Kullanım Amaçlarına, Kullanım Yerlerine ve Amacına Uygun Kullanımına İlişkin Raporların İlan Edilmesi

Toplanacak fonların ne şekilde ve hangi amaçlarla kullanılacağına belirlenmesi ve buna ilişkin bir yol haritasının çizilerek açıklanması, finansal destek sağlama hususunda yatırımcıların karar mekanizmalarını etkileyecek olması bakımından önem teşkil etmektedir. Nitekim bu nedenle Tebliğ'in 21. maddesinin 1. fıkrası uyarınca; toplanacak fonların hangi amaçlarla kullanılacağına ilişkin girişim şirketleri veya girişimci tarafından bir raporun hazırlanması ve bu raporun kampanya süresinin başlangıç tarihi itibarıyla platformlar tarafından kampanya sayfasında yayınlanması zorunluluğu getirilmiştir.

Anılan maddenin devamında, fonlanan şirketin ve projesinin mevcut durumuna ve fonun şirket tarafından kullanıldığı yerlere ilişkin bilgilerin platform tarafından kampanya sayfasında yayınlanacağı hüküm altına alınmıştır. Platformların ilan yükümlülüğü süreyle sınırlandırılmış olup ilgi bilgilerin, paya dayalı kitle fonlamasında kampanya süresinin bitiş tarihi ile toplanan fonların tamamının kullanıldığı tarih arasındaki altı aylık dönemler itibarıyla ve her durumda fonların tamamının kullanıldığı tarih itibarıyla yayınlanacağı; borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında ise farklı olarak sadece toplanan fonların tamamının kullanıldığı tarih itibarıyla yayınlanacağı öngörülmüştür (Kitle Fonlaması Tebliği m.21/f.3 ve m.22/f.3).

Anılan maddenin 4. fıkrasında ise toplanan fonların kampanya sayfasında ilan edilen amacına uygun olarak kullanılıp kullanılmadığının kontrol ve denetim sonucuna ilişkin aleniyetinin sağlanması platformlara yüklenmiştir. Buna göre kontrol ve denetim, paya dayalı kitle fonlamasında Kanun uyarınca listeye alınmış bir bağımsız denetim kuruluşu tarafından özel amaçlı bağımsız denetim raporu, borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında ise yatırım komitesi tarafından denetim raporu hazırlanmak suretiyle yerine getirilecektir. Akabinde ise hazırlanan bu raporların platformlar tarafından

kampanya sayfasında yayınlanması yükümlülüğü getirilerek, fon sağlayan yatırımcıların toplanan fonların kullanım amacına uygun olarak kullanılıp kullanılmadığı hakkında bilgi sahibi olması sağlanmaktadır.

5. Platformların Gerçekleştiremeyecekleri Faaliyetler

Kitle Fonlaması Tebliği m.11/f.1. gereğince platformlar münhasıran paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlama faaliyeti yürütebilecek olup bunlar dışında başka bir işletme veyahut faaliyet konusunda faaliyet göstermeleri yasaklanmıştır. Nitekim Tebliğ'in 5. maddesinin 1. fıkrasının d bendi uyarınca platformların, kuruluşuna SPK'ca izin verilebilmesi için esas sözleşmelerinde işletme konusunun münhasıran paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyetinde bulunulmasına aracılık edilmesi olarak belirtilmiş olmasının arandığı görülmektedir.

Ancak Tebliğ'in 11. maddesinin 1. fıkrasında;

- Kitle fonlaması faaliyetinin yürütülmesi esnasında girişimciye, girişim şirketine ve fonlanan şirkete yönelik danışmanlık hizmeti vermesinin,
- Girişim sermayesi yatırım fonu kurmak üzere SPK'dan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ile 15/2/2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik uyarınca akredite edilmiş ve anonim ortaklık olarak kurulmuş bireysel katılım yatırımcısı ağlarına iştirak etmelerinin,
- Her bir kampanya için hedeflenen fon tutarının azami %20'sine kadar olacak şekilde, kampanyalara toplamda öz kaynaklarının azami %50'sine kadar fon sağlamalarının

bu kapsamda sayılmadığı ve işletme konusunun münhasırlığına ilişkin sınırlandırmanın ihlali sonucunu doğurmayacağı hüküm altına alınmıştır. Platformların yalnızca kitle fonlama yoluyla halktan para toplanmasına aracılık etme niteliğini ve fon toplayacak girişim ve girişim şirketlerini belirleme yetkisine sahip oldukları, fon toplanmasında bir nevi karar merci oldukları ve girişimcileri, girişim şirketlerini ve yatırımcıları denetleme

yetkisiyle donatıldıkları göz önünde bulundurulduğunda; platformların sınırlı da olsa fon sağlayabileceklerinin hüküm altına alınmış olması çelişkilidir.

Diğer yandan platformlar tarafından gerçekleştirilemeyecek faaliyetler Tebliğ'in 12. maddesinde de açıkça hüküm altına alınmıştır. Buna göre,

- Kalkınma ve yatırım bankaları ve katılım bankalarının tabi olduğu mevzuatta yer alan özel hükümler saklı kalmak kaydıyla, sadece paya dayalı kitle fonlama faaliyeti yürüten platformların, faiz veya her ne ad altında olursa olsun bir ivaz karşılığı veya rehin almak suretiyle kredi veya ödünç para verme işlerine aracılık faaliyetinin ve pay dışında herhangi bir sermaye piyasası aracı karşılığında kitle fonlaması faaliyetinin yürütülmesinin,
- Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı hakların alım satımı ve gayrimenkul projelerinin geliştirilmesi ile diğer şirketlere yatırım yapılması amaçlı projelere ilişkin kitle fonlaması faaliyetinin yürütülmesinin,
- Türkiye'de yerleşik kişilerden fon toplanması amacıyla kitle fonlaması faaliyetinin yurt dışında yerleşik gerçek ve tüzel kişilere yönelik olarak yürütülmesinin,
- Yatırımcılara, projelere ilişkin olarak yatırım tavsiyesi niteliğindeki değerlendirme, analiz ve yorumlarda bulunulmasının,
- Kampanya süreci tamamlanmamış projeleri tanıtmaya yönelik basılı ya da elektronik ortamda paylaşılan tanıtıcı bilgiler ile platforma veya kampanya sayfasına yönlendirme yapan tanıtımlar hariç olmak üzere kampanyası yürütülen projelere ait ticari ürün ve/veya hizmetlerin reklamlarının yayımlanmasının,

platformlar tarafından gerçekleştirilmesinin yasak olduğu belirtilmiştir.

Ayrıca geniş yetkili aracı kurumlar hariç olmak üzere platformların, internet siteleri üzerinden üyelerin kendi aralarında iletişiminin sağlanması amacıyla teknik alt yapı oluşturulması hariç olmak üzere, paya veya borçlanma aracına ilişkin olarak ikincil

%50'sini aşması sonucunu veren pay edinimleri ile bir ortağa ait payların yukarıdaki oranların altına düşmesi sonucunu veren pay devirlerinin,

- Yönetim kurulunda temsil edilme hakkı veren imtiyazlı payların her türlü orandaki devrinin,

- Platformun yönetim kurulunda temsil edilme hakkı veren imtiyazlı paylarına sahip tüzel kişinin sermayesinde %10, %20 veya %50 oranlarının aşılması sonucunu doğuracak şekilde ortaklık yapısı değişikliklerinin,

- Platformların sermayesinin veya oy haklarının %10'undan fazlasına sahip tüzel kişilerin yönetim kurulunda temsil edilme imtiyazı veren paylarının devrinin,

- Platformun önemli etkiye sahip tüzel kişi ortağının²¹⁵ halka açık ortaklık olması halinde bu paylara bağlı temettü hariç ortaklık haklarının kullanılabilmesi bakımından pay devirlerinin,

SPK onayına tabi olduğu ve aksi durumda gerçekleştirilen pay devirlerinin platformun pay defterine kaydedilemeyeceği ve kaydedilse dahi kayıtların hükümsüz olacağı açıkça hüküm altına alınmıştır. Ancak pay devirlerine sınırlama getiren bu hükmün yasa koyucu tarafından kanun yerine bir tebliğ ile düzenlenmiş olması normlar hiyerarşisi bakımından tartışmaya açıktır. Zira tebliğler, kanunlarla getirilen genel ve soyut hukuk kurallarının açıklayıcısı ve kanunların uygulanmasını göstermek için idare tarafından çıkarılan yazılı düzenleyici işlemler olup hak sınırlayıcı düzenlemelerin kanunlarla düzenlenmesi asıldır. Her ne kadar sermaye piyasalarının dinamik yapısıyla uyum sağlanabilmesi için zaman zaman pratik çözümlere ihtiyaç duyulsa da SPK onayı olmaksızın pay defterine kaydedilen devir kayıtlarının hükümsüz olacağına ilişkin bir sınırlamaya kanunlarda açıkça yer verilmemesine rağmen Tebliğ ile getirilmiş olmasının, düzenlemelerin üst hukuk normlarına aykırı olamayacağı ilkesine aykırı olduğu ve dolayısıyla uygulanmasının sakınca doğurduğu söylenebilecektir.

²¹⁵ Önemli etkiye sahip ortak, Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2) m. 4/f.1'de "*Sermaye veya oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak %10 veya daha fazlasını temsil eden paylar ile bu oranın altında olsa dahi yönetim kurulunda temsil edilme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip ortak*" olarak tanımlanmıştır.

Platformun ortaklık yapısında yukarıda belirtilen değişikliklerin SPK onayına tabi olduğunun öngörülmesinin ise Tebliğ'in 6. maddesi uyarınca platformun kurucuları, ortakları ve yönetim kurulu üyeleri bakımından katı nitelik ve şartların, Tebliğ'in 8. maddesinin 1. fıkrası uyarınca listeye alınma sonrasındaki ortaklık yapısı değişiklikleri ile platform ortağı olan gerçek kişiler ve önemli etkiye sahip tüzel kişiler ile platformların önemli etkiye sahip tüzel kişi ortaklarının önemli etkiye sahip ortakları için de aranmasıyla amaç itibarıyla uyumlu olduğu kanaatindeyiz.

7. Yurt Dışında Yerleşik Platformların Türkiye’de Gerçekleştirecekleri İşlemlere İlişkin Hukuki Düzenlemeler

Tebliğ'in 13. maddesinin 1. fıkrası uyarınca Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurt dışında yerleşik platformlar üzerinden katıldıkları kitle fonlaması işlemlerinin, bu amaçla yurt dışında açtıkları hesapların, söz konusu hesaplara gönderilen nakit ve diğer kıymetlerin ve bu hesaplar üzerinden gerçekleştirdikleri işlemlerin Tebliğ kapsamı dışında olduğu hüküm altına alınmıştır. Ancak bu maddenin uygulanabilmesi; yurt dışında yerleşik platformlar tarafından Türkiye’de yerleşik kişilere yönelik tanıtım, reklam ve pazarlama gibi faaliyetlerde bulunulmamış olması şartı aranmaktadır.

Maddenin devamında ise platformlar tarafından Türkiye’de iş yeri açılması, Türkçe dilinde bir internet sitesinin oluşturulması, sunulan kitle fonlama faaliyetlerine ilişkin olarak doğrudan ve/veya Türkiye’de yerleşik kişi ya da kurumlar aracılığıyla tanıtım ve pazarlama faaliyetlerinde bulunulması halinde; faaliyetlerin Türkiye’de yerleşik kişilere yönelik olduğunun kabul edileceği ve Tebliğ hükümlerinin uygulanacağı belirtilmiştir.

8. Platformların Hukuka Aykırı Faaliyet ve İşlemlerinde Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar

Sermaye piyasalarının güvenilir, şeffaf, istikrarlı, adil ve sağlıklı bir ortamda işlemesi; sermaye piyasaları düzenlemeleriyle getirilen kurallara uyulup uyulmadığının

katı bir şekilde denetlenmesi ve uyulmaması halinde de öngörülen caydırıcı yaptırımların uygulanmasıyla mümkün olabilmektedir.²¹⁶

Bu kapsamda Tebliğ'in "Tedbirler" başlıklı 31. maddesinin 1. fıkrasında kitle fonlaması platformlarının hukuka aykırı faaliyet ve işlemlerinde uygulanacak yaptırım ve tedbirler için SerPK'nın 96. madde hükümlerinin kıyasen uygulanacağı hüküm altına alınarak platformlara uygulanacak tedbirler bakımından Sermaye Piyasası Kanunu'na açıkça atıfta bulunulmuş ve SerPK'nın 96. maddesi²¹⁷, platformların hukuka aykırı faaliyet ve işlemleri bakımından kıyasen uygulanabilir hale gelmiştir. Hak sınırlayıcı ve yaptırıma tabi bir sınırlamanın kıyasen uygulanacağının yalnızca bir kanun hükmüne atıfta bulunmak suretiyle Tebliğ ile öngörülmüş olmasının normlar hiyerarşisi ve kanunilik ilkesi bakımından sakıncalı olduğu düşünülebilecektir. Ancak Tebliğ ile paralel şekilde SerPK'nın 35/A maddesinin 3. fıkrasında da SerPK'nın 96. madde hükümlerinin kitle fonlama platformları bakımından kıyasen uygulanacağının açıkça öngörülmesiyle bu sakıncanın giderilmiş olduğu kanaatindeyiz.

Olası hukuka aykırılıkların tespit edilebilmesi için SPK, platformların faaliyetlerini denetleme yetkisini haiz olup bu yetkisini denetimle görevlendirilen personelleri vasıtasıyla gerçekleştirecektir. Bu denetim yetkisinin getirilmesi esnasında ise personeller tarafından talep edilmesi halinde platformların, her türlü bilgi, belge, kayıt, defteri personellerin incelemesine sunma yükümlülüğü bulunmakta olup platformların bu yükümlülüğten kaçınması, sır saklama yükümlülüklerini gerekçe

²¹⁶ MEMİŞ, s. 181.

²¹⁷ Sermaye Piyasası Kanunu m.96:

"(1) Kurul, sermaye piyasası kurumlarının mevzuat, SPK'ca belirlenen standartlar, esas sözleşme ve fon iç tüzüğü hükümlerine aykırı faaliyetlerinin tespit edilmesi hâlinde; ilgililerden aykırılıkların SPK'ca belirlenen bir sürede giderilmesini ve kanuna, işletme amaç ve ilkelerine uygunluğun sağlanmasını istemeye ya da doğrudan bu kurumların faaliyetlerinin kapsamını sınırlandırmaya veya geçici olarak durdurmaya, tamamen veya belirli sermaye piyasası faaliyetleri itibarıyla yetkilerini iptal etmeye ya da öngöreceği diğer her türlü tedbiri almaya yetkilidir.

(2) Kurul, hukuka aykırı faaliyet veya işlemlerde sorumluluğu tespit edilen yöneticilerin ve çalışanların sahip oldukları lisansları geçici veya sürekli olarak iptal etmeye, haklarında suç duyurusunda bulunulması kararından itibaren yargılama sonuçlanıncaya kadar imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya, hukuka aykırılıkta veya gerçekleştirilen işlemlerde sorumluluğu mahkeme kararıyla tespit edilen yönetim kurulu üyelerini görevden almaya ve yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar yerlerine yenilerini atamaya yetkilidir. Banka yönetim kurulu üyelerinin görevden alınması yönünde işlem tesis edilmeden önce Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun görüşü alınır."

göstermesi halinde dahi mümkün değildir.²¹⁸ SPK'ya kapsamlı ve sıkı bir denetim yetkisi tanınmasındaki amaç; denetim altında olduğu bilinciyle platformların hukuka aykırı faaliyet ve işlemlerde bulunmasının önlenmesi ve hukuka aykırı faaliyet ve işlemde bulunması halinde ise bu durumun tespit edilebilmesidir.

SerPK'nın 96. maddesinin ilk fıkrasında görüleceği üzere SPK'nın, hukuka aykırı hareket eden sermaye piyasası kurumlarına herhangi bir yaptırım uygulanmadan önce, aykırılıkları gidermeleri ve uygun hale getirmeleri için süre tanınması mümkündür. Diğer yandan SPK, durumun gereklerine göre herhangi bir süre belirlemeksizin sermaye piyasası kurumlarının faaliyetlerinin kapsamını sınırlandırma, geçici olarak durdurma, faaliyet yetkilerini iptal etme veya sair tedbirleri alma yetkileriyle de doğrudan donatılmıştır.²¹⁹

Gerek tedbir ve yaptırımların doğrudan uygulanıp uygulanmamasının SPK'nın takdirine bırakılması gerekse uygulanabilecek tedbir ve yaptırımların yalnızca örneklendirilmek suretiyle herhangi bir sınırlandırma yapılmaksızın başkaca her türlü tedbirin SPK'ca alınabileceğinin öngörülmesi; sermaye piyasası kurumlarına uygulanabilecek tedbirler bakımından SPK'ya geniş takdir yetkisinin tanındığını göstermektedir.

Diğer yandan anılan maddenin 2. fıkrası gereğince; gerçekleşen hukuka aykırılıkta sermaye piyasası kurumlarının yöneticileri ve çalışanlarının sorumluluğunun SPK'ca tespit edilmesi halinde SPK, kişilerin lisanslarını geçici veya sürekli olarak iptal etme ve suç söz konusu ise ceza yargılanması sonuçlanana kadar imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya yetkili kılınmıştır. Ancak sorumluluğu bulunan yönetim kurulu üyelerinin SPK'ca görevden alınması ve yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar yerlerine yeni kişilerin atanmasına ilişkin yetkinin kullanılması, ancak hukuka aykırılıktan sorumlu kişilerin mahkeme kararıyla tespit edilmesi halinde mümkün kılınmıştır.

²¹⁸ MEMİŞ, s. 181.

²¹⁹ KAĞITCIOĞLU, Mutlu, İdarenin Ekonomik Kolluk Faaliyetinin Bir Görünümü: Sermaye Piyasası Kanununda İdari Tedbirler, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, Cilt: 22, Sayı:3, 2016, s. 3334.

Görüleceği üzere sermaye piyasası kurumlarının hukuka aykırı hareketlerinden sorumluluğu tespit edilen yönetici ve çalışanlara SPK tarafından uygulanacak tedbir ve yaptırımlar bakımından kademeli ve sınırlı bir yetki tanınarak SPK'nın, hukuka aykırılıkta sorumluluğu bulunan sermaye piyasası kurumunun yönetici ve çalışanlarına yönelik alacağı tedbir ve yaptırımlar bakımından takdir yetkisi, sermaye piyasası kurumları bakımından öngörülen tedbir ve yaptırımlara kıyasen daha sınırlı tutulmuştur.²²⁰

İlgi madde platformların hukuka aykırı faaliyet ve işlemleri bakımından değerlendirildiğinde ise özellikli bir durum ortaya çıkmaktadır. Zira SerPK'nın anılan fıkrasında SPK'nın tedbir ve yaptırım uygulama yetkisi, sermaye piyasası kurumlarının yöneticilerine ve çalışanlarına yönelik olmasına rağmen Tebliğ'in "Sorumluluk" başlıklı 29. maddesinde Tebliğ'de platformlar bakımından öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinde yalnızca platform yönetim kurulu üyelerinin sorumlu tutulacağının öngörülmesi nedeniyle; SPK'nın tedbir ve yaptırım uygulama yetkisinin çalışanlar ve yatırım komitesi bakımından da geçerli olup olmadığı hususunun tartışmaya açık olduğu söylenebilecektir. Ancak Tebliğ'in 31. maddesinde, SerPK'nın 96. maddesinde düzenlenen tedbirlerin doğrudan değil, "kıyasen" uygulanacağının hüküm altına alındığı ve çalışanlar ile yatırım komitesinin açıkça dahil edilmemiş olduğu göz önünde bulundurularak; SerPK'nın 96. maddesinde öngörülen tedbir ve yaptırımların çalışanlar ve yatırım komitesi bakımından uygulanmasının SPK'nın yetkisi dahilinde olmadığı ve yalnızca platformların yönetim kurulu üyeleri bakımından uygulanabileceği kanaatindeyiz.

²²⁰ DAYAN, Volkan, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Üzerine Bir İnceleme, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, Cilt 10, Sayı 23, 2014, s. 74.

a. İzinsiz Sermaye Piyasası Faaliyetinde Uygulanacak Tedbirler

Tebliğ'in 5. maddesi gereğince kitle fonlaması platformlarının kurulması ve kitle fonlaması faaliyetinde bulunabilmeleri için SPK tarafından izin verilmesi ve listeye alınması şartlarına bağlı tutulduğu hususu yukarıda ilgili başlık altında açıklanmıştı.²²¹

SerPK'nın 99. maddesinde ise izin alınmaksızın sermaye piyasası faaliyetinde bulunan sermaye piyasası kurumları bakımından uygulanacak tedbirler düzenlenmiştir.²²² Buna göre SPK; izinsiz sermaye piyasası faaliyetlerinin durdurulması için gerekli her türlü tedbiri almaya ve izinsiz sermaye piyasası faaliyet ve işlemlerinin doğurduğu sonuçların iptali ve nakit ya da sermaye piyasası araçlarının hak sahiplerine iadesi için tespit tarihlerinden itibaren bir yıl ve herhâlde vukuu tarihlerinden itibaren beş yıl içinde dava açmaya yetkili kılınarak yatırımcıların hak kaybına uğramaları engellenmeye çalışılmaktadır.²²³ Üstelik söz konusu davaların açılmasının; ilgili kişi ve kurumların hukuki ve cezai sorumluluğunu bertaraf etmeyeceği de ayrıca ifade edilmiştir.

Diğer yandan izinsiz faaliyette bulunan gerçek kişi ve tüzel kişiler ile SPK'ca sorumluluğu tespit edilen ortak ve yöneticiler hakkında, sermaye piyasası kurumlarının hukuka aykırı faaliyet veya işlemlerinde uygulanacak tedbirlerin düzenlendiği 96. maddenin kıyasen uygulanacağı; üstelik bu hükmün uygulanmasında meydana gelen zararın kesinleşmesi şartının aranmayacağı belirtilmiştir.

SerPK'nın 99. maddesinin 4. fıkrasında ise SPK'dan izin alınmaksızın kitle fonlaması platformları aracılığıyla halktan para toplanması hali bakımından özel bir düzenleme öngörülmüş olup SPK'dan izin alınmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplandığına ilişkin bilgi edinilmesi halinde, SPK'nın başvurusu üzerine Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu ("BTK") tarafından ilgili internet sitesine erişimin engelleneceği hüküm altına alınmıştır.²²⁴ Kitle fonlaması

²²¹ Kitle fonlama platformlarının kuruluş ve listeye alınma koşulları ve usulü hakkında ayrıntılı açıklama için bkz. "Üçüncü Bölüm/III/C/1. Nitelikleri ve Kitle Fonlaması Aracılık Faaliyeti Kapsamında Gereken Finansal ve Yapısal Koşullar".

²²² MANAVGAT, s 779.

²²³ KİBAR, Ahmet Fevzi, Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Asimetrik Bilgi Sorunsalı ve Çözüm Yolları, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, Ankara, Cilt: 4, Sayı:2, s. 205.

²²⁴ DAYAN, s. 264.

platformları bakımından uygulanacak tedbirin spesifik olarak 4. fıkra düzenlenmiş olması karşısında; SPK'dan izin alınmaksızın kitle fonlaması faaliyeti gösteren platformlar bakımından bu fıkra dışında SerPK'nın 99. maddesinde öngörülen diğer tedbirlerin uygulama alanı bulamayacağı düşünülebilir. Ancak 4. fıkra öngörülen tedbir, yalnızca internet sitesine erişimin engellenmesinden ibarettir. SerPK'nın 99. maddesi kapsamında belirtilen tedbirlerin izinsiz faaliyette bulunanlara uygulanmayacağının kabulü halinde ise izinsiz faaliyette bulunma hali bakımından nispeten hafif bir yaptırımın öngörülmüş olduğu sonucuna ulaşılabacaktır. Bu halde ise kanun koyucu tarafından sermaye piyasalarının sıkı şekilde düzenlenmesi ve SPK'ya geniş denetim yetkisinin tanınmasına yönelik getirilen diğer hükümlerle çelişki ortaya çıkacaktır.

Nitekim ilgi maddenin lafzında da platformlar dahil izinsiz faaliyet gösteren tüm sermaye piyasası aktörlerinin kapsam içinde olduğunun anlaşıldığı ve ilgi tedbirlerin uygulanmasında platformlar bakımından ayrık bir durumun açıkça belirtilmemiş olduğu göz önünde bulundurulduğunda; SerPK'nın 99. maddesinde öngörülen diğer tedbirlerin platformlar bakımından uygulanmasının bertaraf edilmediği söylenebilecektir. Ancak SerPK'nın ilgi maddesinin 3. fıkrasının izinsiz faaliyet gösteren platformlar bakımından uygulama alanı bulmayacağı kanaatindeyiz. Zira ilgi maddenin lafzından ve sistematüğinden; kitle fonlaması platformları aracılığıyla izinsiz olarak halktan para toplanması halinde 4. fıkranın; kitle fonlaması dışındaki sermaye piyasası faaliyetlerinin izinsiz olarak internet ortamında gerçekleştirilmesi halinde ise 3. fıkranın uygulanması gerektiği anlaşılmaktadır.

b. Mali Durumun Bozulması ve Tedricî Tasfiye ve İflas Durumlarında Uygulanacak Tedbirler

Sermaye piyasası kurumlarının piyasanın işleyişinde üstlendikleri rol nedeniyle, mali yapılarının bozulması halinde piyasa işleyişinin bozulacağı ve piyasaya duyulan güvenin azalacağı göz önünde bulundurularak; sermaye piyasası kurumlarının mali yapılarının bozulması halinde birtakım tedbirlerin uygulanacağı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 97. ve 98. maddesinde hüküm altına alınmıştır.

Bu kapsamda sermaye piyasası kurumlarının sermaye yeterliliği yükümlülüklerini sağlayamadığının, sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan nakit ödeme ve finansal araç teslim yükümlülüklerini yerine getiremediğinin veya kısa sürede yerine getiremeyeceğinin ya da bunlardan bağımsız olarak mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun ya da mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğunun tespiti hâlinde SPK, üç ayı geçmemek üzere verilecek uygun süre içinde mali yapılarının güçlendirilmesini isteyebileceği gibi herhangi bir süre vermeksizin;

- Kurumların faaliyetlerini geçici olarak durdurmaya,
 - Kurumların tamamen veya belirli sermaye piyasası faaliyetleri itibarıyla yetkilerini kaldırmaya,
 - Sorumluluğu tespit edilen yöneticilerin ve çalışanların sahip oldukları lisansları geçici veya sürekli olarak iptal etmeye, imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya ve gerektiğinde yönetim kurulunun üyelerini görevden almaya ve yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar yerlerine yenilerini atamaya,
 - Yatırımcıları tazmin kararı vermeye,
 - Kurumların tedricî tasfiyelerine karar vermeye ve tasfiyenin bitmesini takiben gerektiğinde veya tedricî tasfiyeye gitmeksizin doğrudan iflaslarını istemeye ve
 - Gerekli gördüğü diğer tedbirleri almaya
- yetkili kılınmıştır.

Görüldüğü üzere SPK'nın, mali durumu bozulan sermaye piyasası kurumları bakımından alabileceği tedbirler, kurumların hukuka aykırı faaliyet ve işlemlerinde alabileceği tedbirler ile genel itibarıyla paralellik göstermektedir. Ancak mali durumun bozulmasında sorumluluğu tespit edilen yöneticiler ve çalışanların görevden alınması için bu kişilerin sorumluluklarının mahkeme kararıyla tespit edilmiş olması şartı aranmamaktadır. Kişilerin sorumluluklarının SPK tarafından tespit edilmiş olması yeterli görülmüş olup mahkeme kararı aranmaksızın görevden alma tedbiri

uygulanabilecektir. Ayrıca hukuka aykırı faaliyet ve işlemlerde SPK'nın kurumlara vereceği süre herhangi bir süreyle sınırlandırılmamışken mali durumun bozulması halinde tanınacak bu süre 3 ay ile sınırlandırılmıştır.

Diğer yandan SerPK'nın 98. maddesinde SPK, sermaye piyasası kurumlarının iflası veya 86'ncı madde uyarınca tedricî tasfiyeye girmesi durumlarında, 97'nci madde uyarınca sorumluluklarının tespit edilmiş olması şartıyla; doğrudan veya dolaylı yüzde onundan fazla paya sahip ortakların, görevden ayrılmış olan veya görevde bulunan, yönetim kurulu üyelerinin ve imzaya yetkili yöneticilerinin, portföy yönetim şirketi yöneticilerinin ve konut finansmanı fonları ile varlık finansmanı fonlarının fon kurulu üyelerinin iflaslarını isteyebilecektir. Ancak genel itibariyle sermaye piyasası kurumları bakımından uygulanması öngörülmüş olan tedbirlerden 97. ve 98. maddelerde düzenlenen “Yatırımcıları tazmin kararı vermeye” ve “Kurumların tedricî tasfiyelerine karar vermeye ve tasfiyenin bitmesini takiben gerektiğinde veya tedricî tasfiyeye gitmeksizin doğrudan iflaslarını istemeye” ilişkin tedbirlerin kitle fonlaması faaliyetleri bakımından uygulanabilirliği ayrıca değerlendirilmelidir.

Zira kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanması faaliyetinin yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmadığı Tebliğ'in 4. maddesinin 1. fıkrasında yapılan kitle fonlaması tanım cümlesinde²²⁵ açıkça ifade edilmiştir. Açıkça bir muafiyet belirlenmiş olması dolayısıyla ne yatırımcıların tazmini tedbirinin, ne “yatırımcıları tazmin süreci kapsamında yatırımcıların tazmin edilmeyen bakiye alacakların ödenmesi amacıyla mal varlığının tasfiyesi”²²⁶ olarak tanımlanan tedricî tasfiye kararı tedbirinin ne de tedricî tasfiyeye giren kurumların mali yapılarının bozulmasında sorumlulukları tespit edilen kişilerin iflasının istenmesi tedbirinin; kitle fonlaması faaliyetleri kapsamında uygulanmasının mümkün olmadığı söylenebilecektir.

²²⁵ Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2) m.4/f.1-m:

“m) Kitle fonlaması: Projenin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın platformlar aracılığıyla halktan para toplanması”.

²²⁶ MEMİŞ, s. 192-193.

c. Kanuna Aykırı İlan, Reklam ve Açıklamalarda Uygulanacak Tedbirler

SerPK'nın 100. maddesinin 1. fıkrasında hiç izin alınmaksızın veya daha sonra faaliyet izni kaldırılmış olmasına rağmen artık izni olmaksızın faaliyet gösterenlerin, izinlerinin mevcut olduğu kanısını oluşturacak şekilde ilan, reklam veya açıklama yayınlamaları halinde birtakım tedbirlerin uygulanacağı öngörülmüştür. Buna göre gecikmesinde sakınca bulunan hâllerde ilan ve reklamların durdurulabileceği, kanuna aykırı belgelerinin, ilan ve reklamlarının toplatılabileceği ve SPK'nın talebi üzerine ilgili yer en büyük mülkî amirince iş yerlerinin bir süreliğine kapatılabileceği hüküm altına alınmıştır. Ek olarak sorumlular hakkında cezai kovuşturma yapılabileceği de belirtilmiştir.

Buna göre kanuna aykırı ilan ve reklamların durdurulması ve ilgi belgelerin toplatılması, diğer yandan ilgi iş yerinin geçici olarak kapatılması için en büyük mülki amirliğe başvurulması yetkileri SPK'ya tanınmıştır. Dolayısıyla izni olmaksızın var olduğuna ilişkin izlenim yaratılacak şekilde ilan, reklam, açıklama veren kitle fonlaması faaliyeti aktörleri bakımından bahsi geçen tedbirlerin alınması mümkün olacaktır.

Diğer yandan maddenin 2. fıkrasında “*Kurul, 7'nci maddenin üçüncü fıkrasına aykırı olduğu tespit edilen ilan, reklam ve açıklamaların durdurulmasını ve kaldırılmasını isteyebilir.*” denilerek SerPK'nın izahnamenin yayımlanması, ilan ve reklam koşullarına ilişkin hükümleri içeren 7. maddesine atıfta bulunulmuştur. Ancak kitle fonlaması suretiyle halktan para toplanması faaliyetinin izahname hazırlama yükümlülüğünden açıkça muaf tutulmuş olması nedeniyle bu fıkranın kitle fonlaması faaliyeti aktörleri bakımından uygulama alanı bulamayacağı ortadadır.

d. Bilgi Suiistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler

SerPK'nın 101. maddesinde, 106. maddesinde düzenlenen “bilgi suiistimali” ve 107. maddesinde düzenlenen “piyasa dolandırıcılığı” suçları bakımından ek olarak bazı tedbirlerin uygulanacağı öngörülmüş olup ilgi suçlar ilgili başlıklar altında incelenmiştir.

SerPK'nın 101. maddesine göre; maddelerde bahsi geçen fiilleri işlediğine dair makul şüphe bulunan gerçek veya tüzel kişiler ile tüzel kişilerin yetkilileri ile ilgili sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak;

- Borsalarda geçici veya sürekli olarak işlem yapılmasının yasaklanması,
- Takas yöntemlerinin değiştirilmesi,
- Kredili alım, açığa satış, ödünç alma ve verme işlemlerine ilişkin sınırlamalar getirilmesi,
- Teminat yükümlülüğü getirilmesi veya yükümlülüğün değiştirilmesi,
- Farklı pazar veya piyasalarda işlem görmesi veya farklı işlem esaslarının belirlenmesi,
- Piyasa verilerinin dağıtım kapsamının sınırlandırılması,
- İşlem veya pozisyon limiti getirilmesi

gibi ve fakat bunlarla sınırlı olmayarak her türlü tedbirin alınmasına SPK yetkili kılınmıştır.

Bunlara ek olarak SPK'ya, alınacak tedbirlerin uygulanması için usul ve esasları belirleme yetkisi de tanınarak geniş yetkiyle donatılmıştır. Bu kapsamda SPK tarafından yayınlanan V-101.1 Sayılı Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği'nde²²⁷ ise makul şüphenin belirlenmesinde; sermaye piyasalarında; işlem gerçekleştiren kişilerin veya onlarla birlikte hareket edenlerin işlem kalıpları ve hesaplarında gerçekleştirilen transferlerin, sermaye piyasası araçlarının geçmiş dönem fiyat miktar analizlerinin, fiili dolaşım oranlarının, sermaye piyasası araçları ile ilgili haber ve açıklamaların, ihbar veya şikâyetlerin ve bunları destekleyen emarelerin dikkate alınacağı²²⁸ hüküm altına alınmıştır.

²²⁷ RG., T. 21.01.2014, S. 28889.

²²⁸ Bilgi suistimali yapıldığına dair şüpheli işlem ve davranış kalıplarına ilişkin ayrıntılı açıklama için bkz. **GÜNDOĞDU**, Aysel, Türk Sermaye Piyasasında Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçu Düzenlemelerinin İrdelenmesi, Maliye ve Finans Yazıları, Cilt: 108, Sayı: 9, İstanbul, 2017, s. 14.

Diğer yandan ilgi maddenin 2. fıkrasında SPK'nın, SerPK'nın 22. maddesi uyarınca kendi paylarını satın almak üzere bir programın uygulamaya konulması hâlinde, ilgili halka açık ortaklıkların yönetim, denetim veya sermaye bakımından doğrudan veya dolaylı olarak ilişkide bulundukları gerçek veya tüzel kişiler ile diğer ilgili kişilerin söz konusu halka açık ortaklığın paylarında işlem yapmasına sınırlama getirilmesi hususunda yetkili olduğu düzenlenmiştir. Ancak ilgi maddenin kitle fonlaması yoluyla halktan para toplama faaliyetini gerçekleştiren aktörler bakımından uygulanabilirliği değerlendirilirken, bu maddenin halka açık ortaklıklar bakımından öngörülen bir tedbir olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.

Nitekim gerek Tebliğ'in 23. maddesinin 2. ve 3. fıkralarında halka açık ortaklıkların paya ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayamayacaklarının belirtilmiş olması; gerekse SerPK'nın 16. maddesinde kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıkların, pay sahibi sayısının beş yüzü aşmış olması halinde dahi halka açık ortaklık niteliğini haiz olmayacaklarının ve halka açık ortaklık hükümlerinde düzenlenen yükümlülüklerden muaf tutulacaklarının açıkça hüküm altına alınmış olması sebebiyle, bahsi geçen tedbirin uygulanmasının mümkün olmadığı söylenebilecektir.

Diğer yandan SerPK'nın 102. maddesi gereğince; yatırım kuruluşları ile SPK'ca belirlenecek sermaye piyasası kurumlarının, bir işlemin bahsi geçen suçları teşkil ettiği yönünde bir bilgi edinmeleri veyahut şüphe gerektirecek bir hususla karşılaşmaları halinde bu durumu, SPK'ya veya SPK tarafından belirlenecek diğer kurum ve kuruluşlara bildirmekle yükümlü oldukları hüküm altına alınmıştır.

Buna göre kitle fonlaması platformları, yatırım şirketleri, girişimciler, girişim şirketleri, emanet yetkilileri, katılım bankaları vb. kitle fonlaması aracılığıyla halktan para toplama faaliyetinde rol oynayan aktörler ve bunların yetkililerinin SerPK'nın 106. ve 107. maddelerinde belirtilen fiillerden birini işlediğine dair makul bir şüphe oluşması halinde, bunlar hakkında yukarıda öngörülen tedbirler uygulama alanı bulabilecektir.

e. Uygulanabilecek İdari Para Cezaları

SerPK'nın 103. maddesinde Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca SPK'ca getirilen düzenlemelere ve alınan kararlara uyulmaması, idari para cezası yaptırımının uygulanmasını gerektiren genel bir neden olarak düzenlenmiş; idari para cezasının uygulanmasını gerektiren diğer haller ise ayrıca hüküm altına alınmıştır.

Maddenin 1. fıkrasına göre; SerPK'ya dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve SPK'ca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket eden kişilere SPK tarafından yirmi bin Türk lirasından iki yüz elli bin Türk lirasına kadar²²⁹ idari para cezası verileceği; ancak aykırılık teşkil eden fiilden menfaat elde edilmesi halinde bu cezanın miktarının, elde edilen menfaatin iki katından az olamayacağı öngörülmüştür.

Tüzel kişiler bakımından ise bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında yer alan brüt satış hasılatının %1'i ile vergi öncesi kârının %20'sinden yüksek olanına kadar idari para cezasının uygulanacağı; ancak bu tutarın ilk cümlede belirtilen asgari tutardan daha az olamayacağı hüküm altına alınmıştır.

Maddenin devamında idari para cezasını gerektiren fiilleri gerçekleştiren kişilerin bir özel hukuk tüzel kişisinin organ veya temsilcisi olması veya organ veya temsilcisi olmamakla birlikte bu tüzel kişinin faaliyeti çerçevesinde görev üstlenen bir kişi olması hâlinde hem bu kişilere hem de tüzel kişiye ayrı ayrı idari para cezasının uygulanacağı; bu tüzel kişinin de zarara uğraması halinde ise tüzel kişiye idari para cezasının uygulanmayacağı belirtilmiştir (Sermaye Piyasası Kanunu m.103/f.2).

Görüleceği üzere maddede öngörülen idari para cezası yaptırımının uygulanacağı kişiler; gerçek ya da tüzel kişi olması fark etmeksizin SerPK'ya dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve SPK'ca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket eden kişilerdir. Üstelik maddenin 2. fıkrasında tüzel

²²⁹ Öngörülen idari para cezaları sabit olmayıp, Kabahatler Kanunu'nun 17. maddesinin 7. fıkrasına göre 04.01.1961 tarihli ve 213 sayılı Vergi Usul Kanununun mükerrer 298'inci maddesi hükümleri uyarınca tespit ve ilân edilen yeniden değerlendirme oranında artırılarak uygulanır. İlgili hükme aykırı davranışlara uygulanabilecek idari para cezası miktarı 2022 Yılı için 69.783 Türk Lirası ile 872.282 Türk Lirası arasındadır.

kişinin zarara uğramış olması hali ayırık tutularak; ihlali gerçekleştiren gerçek kişinin tüzel kişinin organı, temsilcisi ya da faaliyeti çerçevesinde faaliyet gösteren bir kişi olması halinde gerçek kişi yanında tüzel kişiye de idari para cezasının uygulanacağı öngörülerek bu hüküm ile Kabahatler Kanunu'nun²³⁰ 8. maddesi²³¹ arasında paralellik kurulduğu söylenebilecektir.

f. Suçlar ve Uygulanabilecek Cezai Yaptırımlar

Ülkemizde genel olarak sermaye piyasası faaliyetlerinin adeta bahis ile özdeşleştirilmiş olması çerçevesinde piyasaya duyulan güvenin az olması ve bu nedenle yatırımcıların girişimcilere fon sağlama konusunda çekimser kalmalarının önüne geçilebilmesi için; piyasa bozucu faaliyetlerin tespitine, denetimine, suç işlenmesinin engellenmesine, suç işlenmesi halinde caydırıcı yaptırımların öngörülüp uygulanmasına yönelik regülasyonların düzenlenmesi ve yargı sisteminin bu doğrultuda hızlandırılması gerekmektedir.²³²

Diğer sermaye piyasası faaliyetleri bakımından bu gereksinimin yerine getirilebildiği söylenebilirse de kitle fonlaması faaliyetleri bakımından uygulanabilecek yaptırım ve tedbirler için SerPK'ya atıfta bulunulmasıyla yetinilmiş olması ve kitle fonlaması faaliyetlerinin niteliğine uygun düşen özel suç tipleri ve bunlara karşı tedbir ve yaptırımların açıkça düzenlenmemiş olması sebebiyle; kitle fonlama faaliyeti bakımından cezai süreçlere ilişkin düzenlemelere ilişkin netliğin tam anlamıyla sağlanamadığı kanaatindeyiz.

Zira kitle fonlaması faaliyetlerinin gerçekleştirilmesinde meydana gelebilecek hukuka aykırı işlem ve eylemlerin suç teşkil etmesi ve bu halde uygulanabilecek cezai yaptırımlar bakımından açıkça hüküm altına alınan düzenlemeler, Tebliğ'in 21.

²³⁰ RG., T. 31.03.2005, S. 25772.

²³¹ Kabahatler Kanunu m.8/f.1:

“Organ veya temsilcilik görevi yapan ya da organ veya temsilci olmamakla birlikte, tüzel kişinin faaliyeti çerçevesinde görev üstlenen kişinin bu görevi kapsamında işlemiş bulunduğu kabahatten dolayı tüzel kişi hakkında da idari yaptırım uygulanabilir.”

²³² GÜNDOĞDU, s. 147.

maddesinin 8. fıkrası²³³ ve 22. maddesinin 8. fıkrasından²³⁴ ibaret olup diğer ilgili maddelerde düzenlenen cezai yaptırımların kitle fonlama faaliyetleri kapsamındaki hukuka aykırılıklar bakımından uygulanıp uygulanmayacağı veyahut nasıl ve ne şekilde uygulanacağı hususunun genel itibarla tartışmaya açık olabileceği söylenebilecektir.

Buna göre fonların ilan edilen amacına uygun olarak kullanılmamasının, 5237 Sayılı Türk Ceza Kanunu'nun²³⁵ 157. maddesinde düzenlenen “dolandırıcılık” suçunu²³⁶ teşkil edebileceği söylenebilecektir. Ayrıca dolandırıcılık suçunun “*Bilişim sistemlerinin, banka veya kredi kurumlarının araç olarak kullanılması suretiyle*” işlenmesi halinde suçun nitelikli halini oluşturacağı ve bu halde üç yıldan on yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adli para cezasına hükmolunacağını TCK'nın 158. maddesinde hüküm altına alındığı göz önünde bulundurulduğunda; internet ortamında yer alan kampanya sayfasının araç olarak kullanıldığı kitle fonlaması faaliyetleri kapsamında dolandırıcılık suçunun işlenmesi halinde suçun nitelikli halini teşkil edeceği kanaatindeyiz.

Diğer yandan 5237 Sayılı Kanun'un 155. maddesinde düzenlenen “güveni kötüye kullanma” suçunun²³⁷; diğer yandan bilgi formlarının ve fonların kullanılacağı yerlerin belirtildiği raporların gerçeğe aykırı şekilde oluşturulması bakımından TCK'nın 204.

²³³ Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2) m.21/f.8:

“Bağımsız denetçi tarafından dördüncü fıkrada belirtilen raporda toplanan fonların ilan edilen amacına uygun olarak kullanılmadığının tespit edilerek Kurula bildirilmesi üzerine Kurul, 5237 sayılı Kanun hükümleri çerçevesinde suç ihbarında bulunabilir.”

²³⁴ Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2) m.22/f.8:

“Yatırım komitesi tarafından dördüncü fıkrada belirtilen raporda toplanan fonların ilan edilen amacına uygun olarak kullanılmadığının tespit edilerek Kurula bildirilmesi üzerine Kurul, 5237 sayılı Kanun hükümleri çerçevesinde suç ihbarında bulunabilir.”

²³⁵ RG., T. 12.10.2004, S. 25611.

²³⁶ Türk Ceza Kanunu m.157/f.1:

“Hileli davranışlarla bir kimseyi aldatıp, onun veya başkasının zararına olarak, kendisine veya başkasına bir yarar sağlayan kişiye bir yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adli para cezası verilir.”

²³⁷ Türk Ceza Kanunu m.155:

“(1) Başkasına ait olup da muhafaza etmek veya belirli bir şekilde kullanmak üzere zilyedliği kendisine devredilmiş olan mal üzerinde, kendisinin veya başkasının yararına olarak, zilyedliğin devri amacı dışında tasarrufla bulunan veya bu devir olgusunu inkâr eden kişi, şikâyet üzerine, altı aydan iki yıla kadar hapis ve adli para cezası ile cezalandırılır.

(2) Suçun, meslek ve sanat, ticaret veya hizmet ilişkisinin ya da hangi nedenden doğmuş olursa olsun, başkasının mallarını idare etmek yetkisinin gereği olarak tevdi ve teslim edilmiş eşya hakkında işlenmesi halinde, bir yıldan yedi yıla kadar hapis ve üç bin güne kadar adli para cezasına hükmolunur.”

maddesi ve devamında düzenlenen “belgede sahtecilik” suçlarının uygulanması da gündeme gelebilecektir.

Diğer yandan sermaye piyasası faaliyetleri aktörlerinin suç teşkil eden hukuka aykırı işlem ve eylemleri Sermaye Piyasası Kanunu’nda belirlenerek, 5237 Sayılı Kanun’dan farklı bazı özel suç tipleri öngörülmüştür. Ancak ne Sermaye Piyasası Kanunu’nun ne de Tebliğ’in diğer hükümlerinde, bu özel suç tiplerinin kitle fonlaması faaliyeti aktörleri bakımından uygulanabileceğine dair açık bir hüküm bulunmamaktadır. Hal böyle iken Sermaye Piyasası Kanunu’nda düzenlenen suç tiplerinin kitle fonlaması faaliyeti bakımından uygulanıp uygulanmayacağının değerlendirilmesi gerekmektedir.

Nitekim T.C. Anayasası’nın²³⁸,

“Kimse, işlendiği zaman yürürlükte bulunan kanunun suç saymadığı bir fiilden dolayı cezalandırılmaz; kimseye suçu işlediği zaman kanunda o suç için konulmuş olan cezadan daha ağır bir ceza verilemez.” şeklindeki 28. maddesiyle benimsenmiş olup ceza hukukunun temel ilkelerinden biri olan “Suçta ve Cezada Kanunilik” ilkesi gereğince; hangi fiillerin suç teşkil ettiğinin ve bu fiillerin işlenmesi halinde uygulanacak yaptırımın ne olduğunun kanunlarda açık bir şekilde gösterilmesi gerekmektedir. Buna göre kanunun açıkça suç olarak saymadığı bir fiilden dolayı kişilere ceza verilmesi veya güvenlik tedbirinin uygulanması mümkün olmamaktadır.

Diğer yandan bu ilkenin bir yansıması ve sonucu olan “kıyas yasağı”, 5237 Sayılı Kanun’un, kanunlarda açıkça suç sayılmayan bir fiil için kimseye ceza verilemeyeceği ve güvenlik tedbiri uygulanamayacağının öngörüldüğü 2. maddesinin,

“Kanunların suç ve ceza içeren hükümlerinin uygulanmasında kıyas yapılamaz. Suç ve ceza içeren hükümler, kıyasa yol açacak biçimde geniş yorumlanamaz.” şeklindeki 3. fıkrasında açıkça hüküm altına alınmıştır.

²³⁸ RG., T. 9.11.1982, S. 17863.

Buna göre kanun koyucunun suç olarak tanımladığı bir fiile çeşitli yönlerden benzeyen ve fakat kanunlarda suç olarak tanımlanmayan fiiller, kıyas yoluyla suç haline getirilemeyecektir.²³⁹

Fonların ilan edilen amaca uygun kullanılmaması halinde paya dayalı kitle fonlamasında bağımsız denetçi, borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında ise yatırım komitesi tarafından yapılan bildirim üzerine SPK tarafından adli sürecin başlatılabileceğine ilişkin Tebliğ'in 21. ve 22. maddeleri dışında ise kitle fonlaması faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi esnasında başkaca hangi fiillerin suç teşkil edebileceği hususu düzenlenmemiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun sermaye piyasası faaliyeti gösteren tüm aktörleri kapsadığı ve kitle fonlaması faaliyetinin de sermaye piyasası faaliyetlerinin bir parçası olduğu; dolayısıyla herhangi bir atıf yapılmış olmasına veya kıyasen uygulanacağına dair hükmün bulunmasına gerek duyulmaksızın öngörülen suç tiplerinin zaten doğrudan uygulama alanı bulacağının söylenmesi mümkündür. Ancak platformların hukuka aykırı faaliyet ve işlemlerinde uygulanacak tedbirler için SerPK'nın 96'ncı madde hükümlerinin kıyasen uygulanacağına ilişkin Tebliğ'in 31. maddesi dışında, uygulanacak yaptırımlara ilişkin Sermaye Piyasası Kanunu'na açıkça atıfta bulunan başkaca bir hüküm bulunmamaktadır. Kanunilik ilkesi gereği hak sınırlayıcı ve cezai yaptırımların ancak kanunlarla düzenlenebileceği, suç ve cezalar bakımından kıyas yasağı prensibinin olduğu ve bu tip suçların kitle fonlaması faaliyetinde de uygulanabileceğinin kanunla açıkça düzenlenmemiş olması karşısında; Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenen özel suç tiplerinin kitle fonlaması aktörleri bakımından uygulanmasının hukuka aykırı olduğu görüşündeyiz.

g. 5651 Sayılı Kanun Kapsamında Cezai Sorumluluk

Kitle fonlaması platformlarının, girişimcilerin ve girişim şirketlerinin halktan para toplamasına aracılık faaliyetini internet ortamında yürütmesi sebebiyle platformların, girişimcilerin ve girişim şirketlerinin 5651 Sayılı İnternet Ortamında Yapılan

²³⁹ KOCA, Mahmut / ÜZÜLMEZ, İlhan, Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler, 7.Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2014, s. 56-57.

Yayınların Düzenlenmesi ve Bu Yayınlar Yoluyla İşlenen Suçlarla Mücadele Edilmesi Hakkında Kanun²⁴⁰ kapsamında cezai sorumluluğu gündeme gelmektedir.

5651 Sayılı Kanun'un 2. maddesinde internet ortamı üzerinden kullanıcılara sunulan her türlü bilgi veya veriyi üreten, değiştiren ve sağlayan gerçek veya tüzel kişilerin içerik sağlayıcı olduğu hüküm altına alınmış olup yürütülen kampanyalara ilişkin bilgi ve belgelerin düzenleyicisi konumunda olan girişimcilerin ve girişim şirketlerinin doğrudan içerik sağlayıcısı oldukları açıktır.

Diğer yandan 5651 Sayılı Kanun'un 4. maddesi gereğince yer sağlayıcıların yer sağladığı içeriği kontrol etmek veya hukuka aykırı bir faaliyetin söz konusu olup olmadığını araştırmakla yükümlü olmadığı ve yalnızca haberdar edilmesi halinde hukuka aykırı içeriğin kaldırılmasından sorumlu olduğunun; diğer yandan içerik sağlayıcıların ise internet ortamında kullanıma sunduğu her türlü içerikten sorumlu olduğunun düzenlendiği düşünüldüğünde; platformlar bakımından yapılan nitelendirme, platformların 5651 sayılı Kanun kapsamındaki sorumluluğunun belirlenmesi bakımından önem arz etmektedir.

Bu kapsamda platformların, gerçek kişi girişimcilere ve girişim şirketlerine ait kampanyalarına ait her türlü bilgi ve belgenin yayınlandığı kampanya sayfalarının yayınlayıcısı konumunda olmaları sebebiyle, *“hizmet ve içerikleri barındıran sistemleri sağlayan veya işleten gerçek veya tüzel kişiler”* olarak tanımlanan yer sağlayıcı konumunda oldukları görülmektedir.

Diğer yandan kampanyalara ilişkin bilgi ve belgelerin yayınlanmasından önce bunların, platformun yönetim kurulu tarafından belirlenen yatırım komitesi tarafından incelendiği ve yatırım komitesinin yükümlülükleri dolayısıyla platformların yönetim kurulu üyelerinin de sorumlu oldukları göz önünde bulundurulduğunda; platformların içerik sağlayıcı konumunda olmaları da değerlendirilmelidir. Zira platformlar aslında girişimciler ve girişim şirketleri tarafından oluşturulan içerikleri yayınlaması sebebiyle içerik sağlayıcı sıfatına sahiptir.

²⁴⁰ RG., T. 23.5.2007, S. 26530.

5651 Sayılı Kanun'un 4. maddesinin 2. fıkrasında ise içerik sağlayıcının bağlantı sağladığı başkasına ait içerikten sorumlu olmadığı öngörüldüğünden platformların, girişimciler tarafından yayınlanan içeriklere sadece bağlantı sağladığı için içerik sağlayıcı olarak sorumlu olmayacakları düşünülebilir. Bahsi geçen maddenin 2. fıkrasında içerik sağlayıcının; sunuş biçiminden bağlantı sağladığı içeriği benimsediğinin ve kullanıcının söz konusu içeriğe ulaşmasını amaçladığının açıkça belli olması halinde sorumlu olacağı düzenlenmiştir. Nitekim kampanya sayfalarında yayınlanan içerikler yayınlanmadan önce platform tarafından incelenmekte, yatırım komitesi tarafından onaylanmakta ve platform bünyesindeki yatırım komitesinin içeriklerin yayınlaması konusunda takdir hakları bulunmaktadır. Dolayısıyla kitle fonlaması platformlarının içeriklere yalnız bağlantı sağladığı söylenemeyecektir. İçeriği benimseyerek diğer kullanıcıların içeriğe erişmesini sağlama amacı taşıması sebebiyle hem içerik hem yer sağlayıcı konumunda olduğu ve sorumluluğunun doğacağı söylenebilecektir.²⁴¹

Hal böyle iken kampanyalara ilişkin yayınlanan içerik bakımından hem platform, platformların yönetim kurulu üyeleri ve yatırım komitesi üyelerinin hem de gerçek kişi girişimcilerin, girişim şirketlerinin ve bunların sorumlularının cezai sorumlulukları doğabilecek ve içeriğin suç teşkil etmesi halinde ilgi hükümler uyarınca cezalandırılmaları mümkün olabilecektir.

III. KİTLE FONLAMASINDA KAMPANYA SÜRECİ

A. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Kampanyası Sürecinin İşleyişi

Kitle fonlaması süreci Tebliğ'in 4. maddesinin 1. fıkrasının i bendinde kitle fonlama platformları üzerinden gerçekleştirilen para toplama süreçlerinde girişimcinin veya girişim şirketinin projesinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak için projesini ve talebine ilişkin bilgilerin ilan edilerek tanıtımının yapılması olarak tanımlanan kampanya süreci ile başlayacağı belirtilmiştir. Kampanya süreci kapsamında kitle fonlaması platformları bünyesinde sınırlı olarak platform üyelerinin erişimine açık olan

²⁴¹ PEHLİVANOĞLU, Murat Can, Kitle Fonlaması Platformunun Bilgi Formundan Sorumluluğu, İzmir Barosu Dergisi, Cilt: 85, Sayı:2, 2020, s. 215-216.

kampanya sayfası²⁴² ile muhtemel yatırımcı platform üyeleri proje ve kampanya hakkında fikir sahibi olmaktadır.

Kampanya sürecinin belirlenecek sürenin sonunda olumlu sonuçlanması halinde emanet yetkilisi platform adına açılmış olan hesapta toplanan fonu girişimciye aktaracak, olumsuz sonuçlanması halinde ise kampanya sürecine dahil olan üyelere ödemiş oldukları bedelleri varsa nemalarını iade ederek kampanya süreci tamamlanacaktır (Kitle Fonlaması Tebliği m.17 / f.3). Kampanya sürecinde girişimcinin toplayacağı fona ve başvurusu kapsamındaki diğer sınırlamalara ilişkin detaylar aşağıda zikredilecektir.

1. Girişimcilerin Platformlara Başvurusu Kapsamındaki Sınırlamalar

Tebliğ'in 17. maddesinin 1. fıkrasında girişimci veya girişim şirketinin kitle fonlama platformuna başvurduğu an itibari ile paya dayalı kitle fonlaması kapsamında yürütülecek kampanya süreci başlamış olup, henüz sona ermemiş kampanyası bulunan bir girişimci veya girişim şirketi yeni bir kampanya başlatamayacaktır. Bir girişimci tarafından her ne kadar aynı anda birden fazla kampanya yürütülmesine izin verilmiyor olsa da aynı projeye ilişkin hem borçlanmaya dayalı hem de paya dayalı kitle fonlaması süreçlerinin eş güdümlü olarak sürdürülebileceği aynı madde kapsamında belirtilmiştir. Kitle Fonlaması Tebliği m.17/f.2 gereğince kampanya kitle fonlama platformu tarafından belirlenen yatırım komitesi tarafından verilen onay akabinde kampanya sayfasında bilgi formunun ilan edilerek yayınlanması ile başlayacak olup, bu tarihten itibaren altmış günü geçmeyecek şekilde belirlenen süre içerisinde sona erecektir. Kitle fonlama platformu aracılığıyla yürütülen projeye ilişkin kampanya süreci tamamlanmadan girişimciye ikinci bir kampanya açma imkânı verilmemesi kitle fonlama sürecinde fon toplayan girişimcilere ilişkin risklerin azaltılması anlamında bir önlem olarak gözetim yükümlülüğünün bir gereği olarak mevzuatta yerini aldığı düşünülmektedir. Aynı projeye ilişkin hem borçlanmaya dayalı hem de paya dayalı kitle fonlaması süreçlerinin yürütülebilmesi de girişimciler lehine finansmanın elde

²⁴² Kitle Fonlaması Tebliği m.4/f.1-j:

“(j) Kampanya sayfası: Projeye ilişkin olarak platform nezdinde oluşturulan ve yalnızca üyelerin erişimine açık tutulan internet sayfası”.

edilmesi sürecinde pratik bir avantaj olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak ilgili Tebliğ'in 17. maddesinin 1. fıkrasında belirtilen *“şu kadar ki bu kampanya süreçlerinin herhangi birinde hedeflenen fonun toplanamaması halinde diğer kampanya süreci de sonlandırılır”* hükmü sebebiyle fon toplama yöntemlerinden birinde elde edilecek bir başarı olması halinde girişimcinin hak kazanacağı fonu elde ederek projesi için kullanmasına engel bir durum oluşmaktadır. Hem borçlanmaya hem de paya dayalı kitle fonlaması yöntemlerinin eşgüdümlü aynı proje için kullanılabilmesinin temel amacının finansman bulma sürecindeki iş yükünün azaltılması ve girişimcinin fon bulma yönündeki riskinin azaltılarak sonuca gidilmesi olduğu göz önünde bulundurulduğunda bu hükmün amacıyla çelişen bir sonuç doğurduğu kanaati tarafımızca oluşmaktadır.

a. Fon Toplama Sınırlamaları

Halktan para toplama yasağının ve sermaye piyasası mevzuatındaki birçok önemli sınırlamanın istisnası olarak daha az prosedür ile halktan para toplanmasına imkân veren kitle fonlaması yönteminin suiistimal edilmemesi için kitle fonlaması sürecini düzenleyen Tebliğ ile girişimcilerin toplayacağı fonlara ilişkin birtakım sınırlamalar getirilmiştir. Tebliğ'in 16. maddesinin 4. fıkrası kapsamında bir yılı kapsayan bir periyotta fon toplamak için gerçekleştirilebilecek paya dayalı kitle fonlaması kampanya sayısı iki ile sınırlandırılmakta olup, toplanacak maksimum fon tutarının bir yıllık periyotta izahname hazırlama yükümlülüğünden istisna tutulan ve SPK bülteni ile açıklanan ihraç sınırını geçemeyeceği belirtilmektedir. Toplanabilecek ek fonun belirtilen bu ihraç sınırının ötesine geçmemesi kaydıyla talep edilen tutarın %20'sini geçemeyeceği belirtilmektedir. Toplanacak fona ilişkin tutar arttıkça yatırımcının ve kamunun riski arttığı için Tebliğ kapsamında ek sınırlamalar da teknik bir önlem olarak yer almıştır. Toplanacak fon tutarının bir milyon Türk Lirasının üstünde olması halinde talep edilen fon tutarının en az %5'ine tekabül eden kısmının nitelikli yatırımcılar tarafından fonlanmış olması zorunlu bir unsur olarak hüküm altına alınmıştır. Bu durumda, belirtilen yüzdenin altında nitelikli yatırımcı katılımı varsa her ne kadar talep edilen tutar toplanmış olsa da fon tutarını toplanmış sayılmayacaktır. (Kitle Fonlaması Tebliği m.16/f.5.) Talep edilen fonun tutarının yüksek olması durumunda nitelikli yatırımcının kampanya sürecinde katılımının aranmasının sebebi

nitelikli yatırımcının gerçekleştireceği yatırıma ilişkin teknik bilgi ve tecrübesini kullanarak daha doğru bir yatırım kararı vereceği öngörüsü ile yatırımcıların muhtemel mağduriyetlerinin önüne geçmek için tebliğe eklenmiş bir otokontrol mekanizmasıdır.

Toplanacak fonlara ilişkin sınırlamalar yalnızca toplanacak tutarlar ile sınırlı tutulmamış olup, toplanacak fonların kullanım şekil ve şartlarına ilişkin olarak da Tebliğ'in 21. maddesinde belirli sınırlamalar öngörülmüştür. Bu hüküm kapsamında girişim şirketi veya girişimci tarafından fonların kullanım şekil ve şartlarına ilişkin detayların yer alacağı raporun hazırlanması ve oluşturulacak kampanya sayfasında ilan edilmesi gerektiği belirtilmiş olup, kampanyanın başarılı şekilde sonuçlanması akabinde elde edilecek kaynağın finansmanı talep edilen proje dışında herhangi bir borcun ödenmesi veya başka bir işe ilişkin finansman ihtiyacı için kullanılmasının hukuka aykırılık oluşturacağı açık hüküm altına alınmıştır. Bu kapsamda toplanan fonun münhasıran kampanya sayfasında ilan edilen projenin gerçekleştirilmesi için kullanılması gerektiği, aksinin Tebliğ'in 21. maddesine açık aykırılık teşkil edeceği görülmektedir.

b. Devredilecek Paylara İlişkin Hukuki Sınırlamalar

Kitle fonlaması platformları ile paya dayalı kitle fonlaması yoluyla yürütülen kampanyanın başarı ile sonuçlanması halinde girişimciler talep ettikleri fona ulaşırken yatırımcıya bunun karşılığında mevcut olan veya kurulacak olan şirketlerinden pay vereceklerini taahhüt etmektedir. Bu çerçevede girişimci eğer bireysel olarak gerçek kişi statüsünde bu kampanyayı yürütmüş ise toplanan fonların aktarılmasından önce yeni bir anonim şirket kurmak, eğer limited şirket türünde bir tüzel kişi olarak bu kampanya sürecini başlatmış ise Türk Ticaret Kanunu'nun 180. ve devamı hükümleri çerçevesinde tür değişikliği gerçekleştirmek suretiyle anonim şirket haline gelmekle yükümlüdür. Yatırımcıya devredilecek payların mevcut paylardan olmaması gerektiği, bu pay devri sürecinin sermaye artırımı yapılarak ihraç edilecek payların yatırımcılara devredilmesi ile gerçekleştirilebileceği belirtilmiştir. Yatırımcılardan elde edilecek bedellerin sermaye artışı ile ihraç edilecek payların karşılığı olarak nakden ödenmiş olması mecburi tutulmuştur (Kitle Fonlaması Tebliği m.16/f.1 ve m.16/ f.2.).

Ayrıca, diğer sermaye piyasası araçlarına kıyasen daha az bilgi ile yatırımcı adaylarının önüne çıkan fon arayan girişimcilere herhangi bir imtiyazın devredilen paylar ile birlikte verilmesi halinde bu imtiyazların detayları hakkında bilgi formunda açıklama yapılmasına ilişkin bir yükümlülük getirilmiş, nitelik yatırımcılar haricinde diğer yatırımcılar arasında herhangi bir imtiyaz farklılığı yaratılmasının önüne geçilmiştir (Kitle Fonlaması Tebliği m.16/f.3.). Bu düzenlemenin Tebliğ’de yer almasının temel sebebinin küçük bedellerle yatırım yapacak bireysel yatırımcının finansal okur yazarlık konusundaki eksiklerinin suiistimal edilmesinin önüne geçilmesi olduğu görüşündeyiz.

2. Paya Dayalı Kitle Fonlaması Kampanya Sürecindeki Tarafların Hak ve Yükümlülükleri

a. Platformların Hak ve Yükümlülükleri

Kitle fonlaması platformlarının kuruluş süreçlerinde listeye alınmaları için yerine getirilmesi için gereken temel yükümlülükleri daha önceki bölümlerde detaylı şekilde açıklamıştık.²⁴³ Kitle fonlaması sürecine aracılık eden kitle fonlaması platformlarının kampanya süreçlerinde yerine getirmesi gereken işlemler üzerindeki hak ve yükümlülüklerini ilişkin Tebliğ’in ilgili hükümleri üzerinden inceleyeceğiz.

Platformlar aracılık faaliyetini yürütürken kampanya devam ettiği sürece, kendilerine yatırımcılar tarafından gelen fon sağlama taleplerini anlık olarak MKK ve emanet yetkilisine iletmekle yükümlüdür. Platform adına emanet yetkilisinde açılan hesapta toplanan fonlar bloke edilecek olup, kampanya sürecinin başarılı şekilde sonuçlanması halinde toplanan fon alınacak ücret ve kesintilerden sonra emanet yetkilisi tarafından girişimciye ödenecek veya aksi durumda yatırımcılara iade edilecektir (Kitle Fonlaması Tebliği m.17/f.3.). Platformlar yatırımcılardan gelen taleplere karşı herhangi bir önceliklendirme yapmamakla yükümlüdür. Tebliğ’in ilgili maddesinde özellikle bu işlemin anlık olarak gerçekleştirilmesi gerektiği belirtilerek pay satın alma sürecinde de

²⁴³ Platformlarının kuruluş süreçlerinde listeye alınmaları için yerine getirilmesi için gereken temel yükümlülükleri için bkz. Üçüncü Bölüm, II.C.1. Nitelikleri ve Kitle Fonlaması Aracılık Faaliyeti Kapsamında Gereken Finansal ve Yapısal Koşullar.

“önce gelen alır” sistematığı ile yatırımcıların satın alma emirlerinin zamansal açıdan doğru iletilmesinin sağlanması da platformun temel yükümlülükleri arasındadır.

Tebliğ’in 17. maddesinin 4. fıkrasında açıkça görüleceği üzere, yatırımcının fon sağlamaya yönelik ödeme emrini yöneltmesinden sonraki 48 saat içinde cayma hakkını kullanması durumunda, platform kendisine gelen bu bildirimin akabinde emanet yetkilisine talimat vermeli ve fon tutarının iadesi işlemleri emanet yetkilisi tarafından yerine getirilmelidir. Yine talep edilen fonun üstünde para toplanması halinde, platformca bilgi formunda yer alan esaslar çerçevesinde dağıtım listesi hazırlanmalı ve fazla olan tutarın bu liste göz önünde bulundurularak emanet yetkilisi aracılığıyla yatırımcılar arasında eşitliğe dikkat edilerek iadesi sağlanmalıdır (Kitle Fonlaması Tebliği m.17/f.6.).

Ayrıca kitle fonlaması platformlarına paya dayalı kitle fonlaması kampanya süreçlerinin olumlu sonuçlanması halinde ve girişimcilerin gerçek kişi olması durumunda fon toplayanlara paranın aktarılması sürecine ilişkin sorumluluklara ek olarak platformlara girişimcilerin şirket kuruluş süreçlerine dair de sorumluluk yüklenmiştir. Tebliğ’in 17. maddesinin 7. fıkrasının a bendinin 2. alt bendinde yatırımcılara payların devri işlemleri kapsamında girişimci lehine paranın aktarılması ile kuruluş işlemlerinin tamamlanmasını müteakip en geç 2 iş günü içerisinde sermaye artırımının gerçekleştirilecek genel kurul ile tamamlanması gerektiği, bu işlemler sebebiyle yatırımcılar aleyhine oluşabilecek herhangi bir zarardan da platformun girişimci ile müteselsilen sorumlu olduğu belirtilmiştir. Bu durumda gerçek kişi girişimcilerin fon topladığı kampanyalarda platformun sorumluluğunun ve sürece ilişkin idari riskinin girişim şirketi tarafından yürütülecek kampanya süreçlerine göre daha fazla olduğu görülmektedir. Girişim şirketinin limited şirketten anonim şirkete tür değiştirme işlemlerinin yerine getirilerek dönüştürülmesi işlemleri ile sermaye artırım sürecinin yürütülerek sürecin tamamlanacağı durumda platformun yükümlülüğü toplanan fonun kendisi adına emanet yetkilisi nezdinde açılan ve bloke edilen tutarın girişimci adına açılan hesaba aktarılması ile sınırlı tutulmuş olup dönüşüm işlemlerine ilişkin herhangi bir sorumluluk platforma atfedilmemiştir (Kitle Fonlaması Tebliği m.17/f.7-b-2.).

Kitle fonlaması yoluyla fon toplayan mevcut ve/veya kurulacak şirketin paylarının ve sermaye artırımı yoluyla toplanan fonlara karşılık olarak çıkarılacak paylarının MKK nezdinde kaydıleştirilmesi gerekmektedir ve bu işlem fon aktarımı öncesinde tamamlanmalıdır (Kitle Fonlaması Tebliği m.27.). Platform girişim şirketine ilişkin sermaye artırım işlemlerinin tamamlanması akabinde her yatırımcı tarafından sağlanan fon ve bu fon karşılığında yatırımcıların elde edeceği payların nominal değerinin toplamına ilişkin bilgiyi Merkezi Kayıt Kurumuna iletmekle yükümlü tutulmuştur. Fon sağlanan girişim şirketine ait payların MKK nezdinde oluşturulması ve yatırımcılara aktarılmasına yönelik işlemlerin gerçekleştirilmesi de platformun yükümlülükleri arasında sayılmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.17/f.7-c.). Bununla birlikte yatırımcılar tarafından iletilen talepler ile emanet yetkilisi nezdinde tutulan hesaba intikal eden ödemelerin eşleştirilmesi, kampanya süresinin tamamlanması akabinde payların yatırımcı bazında dağıtılması işlemlerinin emanet yetkilisi ve MKK'ya ilişkin usullere uygun şekilde yerine getirilmesi işlemleri de platformun yükümlülükleri arasında zikredilmiştir (Kitle Fonlaması Tebliği m.17/f.11.).

b. Girişimcilerin Hak ve Yükümlülükleri

Kitle fonlaması platformları ile kaynak sağlanmasının en önemli sebebi finansmana ulaşmada güçlük çeken küçük ve orta ölçekli girişimlerin projelerinin hayata geçirilmesi için gerekli temel maddi gereksinimin karşılanmasıdır. Tebliğ'de açıkça bu husus belirtilmiş ve fon sağlanan taraf girişimci olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede değerlendirildiğinde projenin başarıya ulaşacağı kanaatinde olan yatırımcı bazen henüz şirketleşme süreci bile başlamamış fikir aşamasındaki projelere fon sağlamaktadır. Başka bir açıdan değerlendirildiğinde yatırımcı proje fikrini ve sürecini tanımlayan kişiler ve onların bu projeyi gerçekleştirme ve ticarileştirme potansiyelini değerlendirmek suretiyle yatırım kararı almaktadır. Bu sebeple Tebliğ'in 16. maddesinin 7. fıkrasında girişimciler veya girişim şirketlerinde önemli etkiye sahip olan ortakların bazı istisnai durumlar haricinde kampanya sürecinin başladığı tarihi takip eden 3 yıl içinde fonlanan şirketteki paylarını devretmesi yasaklanmıştır. Tebliğ'de yer alan ve girişimcilere getirilen pay devri kısıtlamasının girişimcilik ekosisteminde gerçekleşen yatırım süreçlerinde yatırımcılar tarafından sıklıkla talep edilen ve

uygulanan bir yöntem olduğunu ve ticari uygulama ile uyumlu bir hüküm olarak Tebliğ’de yer aldığı kanaatini taşımaktayız.

Girişimci paya dayalı kitle fonlaması kapsamında kampanya başlatmak için gerek gerçek kişi olarak gerekse limited veya anonim şirket türünden tüzel kişi olarak başvuru gerçekleştirebilmektedir. Ancak kampanya süreçlerinin olumlu sonuçlanması akabinde eğer girişimci gerçek kişi olarak kampanya sürecini yürütmüş ise doksan gün içinde anonim şirket kurmakla yükümlüdür. Anonim şirketin kurulması akabinde en geç 30 iş günü içerisinde sermaye artırım işlemi gerçekleştirilmelidir (Kitle Fonlaması Tebliği m.17/f.7-a-1.). Fonlanan girişimciye ait şirketin kurulması öncesinde projeye ilişkin herhangi bir malvarlığı unsuru mevcut ise şirket kuruluşu akabinde en geç 30 iş günü içerisinde bu malvarlığı unsurları girişimci tarafından kurulacak girişim şirketine devredilmesi gereklidir. Aksi bir durum sebebiyle oluşacak herhangi bir zarardan kaynaklanan sorumluluğun girişimciye ait olduğu belirtilmiştir (Kitle Fonlaması Tebliği m.17/f.7-a-5.). Ancak ifade edilmelidir ki, mevcut düzenlemenin aksine anonim şirketinin yatırımcı menfaati yönünden tek dengeleyici altyapı olmadığını ve limited şirketlerin de şirket türü olarak girişim şirketi olarak yatırım süreçlerini tamamlayabilmesi ve sürecin özellikle paya dayalı kitle fonlaması modelinde paya değil sermayeye dayalı yatırım olarak görülmesi gerektiği ifade edilen görüşler de mevcuttur.²⁴⁴

Kampanyanın girişim şirketi tarafından yürütülmesi durumunda, fon talep eden şirket tarafından kampanya süresinin sona ermesi akabindeki 30 iş günü içerisinde sermaye artırım işlemlerinin yerine getirilmesi gerekmektedir (Kitle Fonlaması Tebliği m.17/f.7-b-1.). Girişimcinin limited şirket olması durumunda Tebliğ’in 17. maddesinin 7. fıkrasının b bendi ve 2. alt bendinde yer alan tür değişimi işlemlerine ilişkin sürecin en geç 90 gün içinde tamamlanması akabindeki 30 iş günü içerisinde sermaye artırım işlemleri tamamlanmalıdır.

²⁴⁴ PEHLİVANOĞLU, Murat Can, Paya(Ortaklığa) Dayalı Kitle Fonlaması ve Limited Şirketler, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt:19, Sayı:2, 2020, s.1341.

Girişim şirketinin toplanan fonları toplama amacına uygun şekilde kullanması girişimcinin kitle fonlaması kapsamındaki temel yükümlülüklerindendir. Mevzuat kapsamında belirtilen sınırlara göre süre açısından farklılık arz etmekle birlikte bu yükümlülüğün yerine getirilmesine ilişkin olarak bağımsız denetim raporu düzenlettirmek suretiyle yerine getirilmesi gerektiği, yatırımcılardan elde edilen finansmanın taahhüt edilen ve yayınlanan amacına aykırı şekilde kullanılması dolayısıyla şirketin yönetim kurulunun sorumluluğunun doğacağı ve böyle bir durumun mevcut olması halinde ise SPK'nın 5237 sayılı Kanun hükümlerini işletmek suretiyle suç duyurusunda bulunma hakkına sahip olduğu hüküm altına alınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.21/f.4, f.5, f.6, f.7, f.8.). Bu hükme tebliğde yer verilmesi kitle fonlaması platformlarına ilişkin güvenin sağlanması ve kitle fonlaması faaliyetlerinin sürdürülebilir bir yatırım ve sermaye piyasası enstrümanı olarak yer edinmesi için uzun vadede denetleme mekanizmasının işletilmesi adına önem arz etmektedir ve süreçlere ilişkin şeffaflığın sağlanması adına olumlu bir gelişmedir.

c. Yatırımcıların Hak ve Yükümlülükleri

Tebliğ'in 4. maddesinde tanımı yapılan girişimci hem gerçek kişi hem de tüzel kişi olarak projesine kaynak arayan kişiler olarak tanımlanırken, kitle fonlama platformu ile üyelik sözleşmesini imza etmek suretiyle yatırımcı olarak kitle fonlama sürecinin bir parçası olan üye kişiye ait tüzel kişi ve/veya gerçek kişi ayrımı Tebliğ'in 4. maddesinde açık şekilde yapılmadığından herhangi bir aksi hüküm bulunmadığından tüzel kişilerin de yatırımcı olarak kitle fonlaması platformlarına üye olabilecekleri sonucu çıkarılabilir kanaatindeyiz. Bu çerçevede Tebliğ'in bu maddesinin 1. fıkrasında belirtilen hüküm ile nitelikli yatırımcı statüsü içerisinde değerlendirilmeyen gerçek kişi yatırımcıların bir takvim yılında gerçekleştirebilecekleri maksimum yatırım tutarı 50.000 Türk Lirası olarak belirlenmiştir. Eğer yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık gelirinin %10'u bu 50.000 TL tutarından daha fazla ise 200.000 Türk Lirası'nı her durumda aşmamak kaydıyla yatırımcı daha yüksek bir tutarda yatırım ve fon sağlama işlemi gerçekleştirebilecektir.

Yatırımcının gerçekleştirdiği fon sağlama işlemi kampanyanın başarıya ulaşması ile paya dönüşeceği aksi durumda ise iade edileceğini daha önce ifade etmiştik. Bu hususa ek olarak Tebliğ’de yatırımcılar tarafından fon sağlama emri verildikten sonraki 48 saat içerisinde sebep gösterilmesine gerek olmadan cayma hakkı kullanabilecekleri hüküm altına alınmıştır. Bu durumda bu talebin iletilmesinin akabindeki iş günü içerisinde yine yatırımcının parası kendisine iade edilecektir (Kitle Fonlaması Tebliği m.17/f.4.).

B. Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması Kampanyası Sürecinin İşleyişi

Kitle fonlaması kampanya süreci ihtiyaç duyulan finansmanın sağlanması için girişimci tarafından projesine ilişkin talebin ve projesine ilişkin detayların kitle fonlama platformunda ilan edilmesi ile başlamaktadır (Kitle Fonlaması Tebliği m.4/f.1-i.). 2021 yılında gerçekleştirilen düzenleme ile girişimciler hem paya dayalı hem de borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yöntemi ile para toplama imkânını elde etmiştir. Gerçekleştirilen bu değişiklik kapsamında Tebliğ’in 4. maddesinin 1. fıkrasının b bendinde *“Kitle fonlaması borçlanma aracı karşılığında platformlar aracılığıyla halktan para toplanması”* olarak tanımlanan borçlanmaya dayalı kitle fonlaması sisteminde paya dayalı kitle fonlamasında karşılık olarak yatırımcıya sunulan hisse yerine kitle fonlaması borçlanma aracı olarak tanımlanan bir menkul kıymet yatırımcılara sunulmaktadır. Yine aynı maddenin n. bendinde kitle fonlaması borçlanma aracı *“Girişimci veya girişim şirketinin platformlar aracılığıyla sattığı, fonlanan şirketin borçlu sıfatını haiz olduğu ve nominal değerinin vade tarihine kadar taksitler halinde bilgi formunda açıklanan esaslar çerçevesinde yatırımcıya geri ödenmesi esasına dayanan menkul kıymet”* olarak tanımlanmıştır. Bu tanım ve Tebliğ’in diğer maddelerinde düzenlenmesi ve esasları detaylarıyla belirtilen borçlanma aracı borçlanmaya dayalı kitle fonlaması sürecinin temelini oluşturmaktadır. Tebliğ’de şekil ve esasları açıkça belirtilen borçlanma aracından farklı olarak yatırımcı ile girişimci arasında borçlandırıcı işlem doğuracak başka bir sermaye aracı veya sözleşme ile borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yürütülemeyeceği de hüküm altına alınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.19/f.1.). Borçlanmaya dayalı yürütülecek kampanya kapsamında eşit miktarda fon sağlayan yatırımcılara sunulacak karşılıklar açısından eşitlik

sağlanarak borçlanma araçlarının satış işlemleri gerçekleştirilecektir. Bu kapsamda genel olarak menkul değer olarak borçlanma aracının sağlayacağı faiz ve diğer getiriler girişimci tarafından belirlenecek ve yatırım komitesinin görüşü doğrultusunda muhtemel yatırımcılara sunulacaktır (Kitle Fonlaması Tebliği m.19/f.3.).

Hedeflenen tutarın belirlenen süreden daha önce toplanması halinde yatırımcıların sahip olduğu cayma hakkına ilişkin sürelerin sona ermesi ile kampanya süresi beklenmeksizin kampanya tamamlanabilir. Belirlenen süre içerisinde hedef fonun toplanamaması veya toplanmasına rağmen girişimci tarafından Tebliğ'in 20. Maddesinin 7. fıkrasında belirtilen yükümlülüklerin belirtilen süre içerisinde yerine getirilmemesi halinde paya dayalı kitle fonlaması süreci ile uyumlu şekilde emanet yetkilisi tarafından bloke edilen tutarlar yatırımcılara iade edilerek kampanya süreci sonlandırılacaktır (Kitle Fonlaması Tebliği m.20.).

1. Girişimcilerin Platformlara Başvurusu ve Sınırlamalar

Tebliğ'in 20. maddesinin 1. fıkrasında henüz sona ermemiş kampanyası bulunan bir girişimci veya girişim şirketi yeni bir kampanya başlatılamayacağı ancak, aynı projeye ilişkin hem borçlanmaya dayalı hem de paya dayalı kitle fonlaması süreçlerinin eş güdümlü olarak sürdürülebileceği belirtilmiştir. Kampanya kitle fonlama platformu tarafından belirlenen yatırım komitesi tarafından verilen onay akabinde kampanya sayfasında bilgi formunun ilan edilerek yayınlanması ile başlayacak olup bu tarihten itibaren paya dayalı kitle fonlaması sürecinde olduğu gibi yine altmış günü geçmeyecek şekilde belirlenen süre içerisinde sona erecektir (Kitle Fonlaması Tebliği m.20/f.2.). Amacıyla çelişen bir sonuç doğurduğu kanaatinde olduğumuz bu hükme ilişkin hangisi daha önce olumlu sonuçlanırsa o kampanya sürecine dahil olan yatırımcıların başarılı olan kampanya sonucuna uygun şekilde alması gereken pay ve/veya borçlanma aracı sürecinin işletilerek sürecin sonuçlandırması, başarısız olan kampanyanın yada daha doğru bir ifadeyle başarılı olan kampanyadan geride kalmış olanı başarılı olan sürenin sona ermesi itibarıyla sonuçlandırılarak olası bir karışıklığın da önüne geçilecek bir metot olarak kullanılabileceği görüşündeyiz. Böylece hem girişimciler fon toplama sürecine ilişkin çeşitlendirme yaparak fon toplayamama riskini azaltmış olacaklar hem

de sürece dahil olan yatırımcılara ilişkin herhangi bir ek risk de oluşmadan süreç tamamlanmış olacaktır kanaatindeyiz.

a. Fon Toplama Sınırlamaları

Tebliğ kapsamında paya dayalı kitle fonlaması sürecindeki sınırlamalara ile uyumlu fon toplama sınırlamaları borçlanmaya dayalı kitle fonlaması süreci için de öngörülmüş ve girişimcilerin toplayacağı fonlara ilişkin birtakım sınırlamalar getirilmiştir. Tebliğ'in 19 maddesinin 6. fıkrası kapsamında bir yılı kapsayan bir periyotta fon toplamak için gerçekleştirilebilecek borçlanmaya dayalı kitle fonlaması kampanya sayısı da iki ile sınırlandırılmakta olup, toplanacak maksimum fon tutarının bir yıllık periyotta izahname hazırlama yükümlülüğünden istisna tutulan ve SPK bülteni ile açıklanan ihraç sınırını geçemeyeceği belirtilmiştir. Paya dayalı kitle fonlamasına ilişkin benzer sınırlamaya ek olarak aynı madde kapsamında toplanacak fon tutarının kampanyaya konu projenin Tebliğ'in 19. maddesi kapsamında *“kredibilite raporunda yer verilen geleceğe yönelik nakit akımlarının, kredibilite raporunun imzalandığı tarihteki indirgenmiş değerinin %50'sinden fazla”* olamayacağı belirtilmiştir.

Toplanacak fonlara ilişkin sınırlamalar yalnızca toplanacak tutarlar ile sınırlı tutulmamış olup, toplanacak fonların kullanım şekil ve şartlarına ilişkin olarak da Tebliğ'in 22. maddesinde belirli sınırlamalar öngörülmüştür. Bu hüküm kapsamında girişim şirketi veya girişimci tarafından fonların kullanım şekil ve şartlarına ilişkin detayların yer alacağı raporun hazırlanması ve oluşturulacak kampanya sayfasında ilan edilmesi gerektiği belirtilmiş olup, kampanyanın başarılı şekilde sonuçlanması akabinde elde edilecek kaynağın finansmanı talep edilen proje dışında herhangi bir borcun ödenmesi veya başka bir işe ilişkin finansman ihtiyacı için kullanılmasının hukuka aykırılık oluşturacağı açık hüküm altına alınmıştır. Bu kapsamda toplanan fonun münhasıran kampanya sayfasında ilan edilen projenin gerçekleştirilmesi için kullanılması gerektiği, aksinin Tebliğ'in 22. maddesine açık aykırılık teşkil edeceği görülmektedir. Ayrıca fon toplanacak projeye ilişkin oluşacak gelirlerin belirlenen vade süresi boyunca öncelikle kampanya sürecine dahil olan yatırımcılara yapılacak ödemeler için kullanılacağı hüküm altına alınmıştır.

b. Borçlanma Aracına İlişkin Hukuki Sınırlamalar

Kitle fonlaması platformları ile borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla yürütülen kampanyanın başarı ile sonuçlanması halinde girişimler elde edecekleri finansmanın karşılığında yatırımcıya belirli vadeler ile elde edeceği gelir ve menkul kıymet taahhüt etmektedir. Yatırımcılardan elde edilecek bedellerin nakden ödenmiş olması mecburi tutulmuş olup bilgi formu içeriğinde belirtilen faiz ve getiri oranından daha düşük bir yüzde ile finansman sağlanamayacağı da hüküm altına alınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.19/f.2, f.4.).

Tebliğ'in 19. Maddesinin 5. fıkrasında borçlanmaya dayalı kitle fonlaması sürecinde taahhüt edilecek faizin oranın *“bir tanesinin vadesi borçlanma aracından kısa ve bir tanesinin vadesi borçlanma aracından uzun olmak üzere iki adet Devlet İç Borçlanma Senetleri için kampanya süresinin başladığı tarihten bir gün öncesinde belirlenen faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasının %50 fazlasını”* aşamayacağı belirtilmiş vadenin ise maksimum 5 yıl olarak belirlenebileceği hüküm altına alınmıştır. Geri ödeme yükümlülüğünü bir seferde yapılmasına engel olan ve tek seferde ödeme yerine parça parça ödeme yükümlülüğü getiren mevzuat yatırımcının yatırımının ve ödeme alamama riskini de azaltmaya çalışmaktadır.

Ayrıca yine aynı hüküm kapsamında, borçlanma araçlarının getirilerine ilişkin ödemelerin vade süreleri doğrultusunda son 3 ay, 6 ay ve bir seneye bırakabilecek ödeme tutarları aşağıdaki şekilde sınırlandırılarak yine yatırımcının riski azaltılmaya çalışılmış ve bu çerçevede ilgili hüküm aşağıdaki gibi mevzuattaki yerini almıştır:

(5) ...

Borçlanma araçlarından;

a) Vadesi bir yıldan iki yıla kadar olanların vade tarihinden önceki son üç ay içinde geri ödeme yükümlülüklerinin en fazla %15'i,

b) Vadesi iki yıldan üç yıla kadar olanların vade tarihinden önceki son altı ay içinde geri ödeme yükümlülüklerinin en fazla %25'i,

c) Vadesi üç yıldan dört yıla kadar olanların vade tarihinden önceki son bir yıl içinde geri ödeme yükümlülüklerinin en fazla %30'u,

ç) Vadesi dört yıldan beş yıla kadar olanların vade tarihinden önceki son bir yıl içinde geri ödeme yükümlülüklerinin en fazla %25'i,

yapılabilir.

2. Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması Kampanya Sürecindeki Tarafların Hak ve Yükümlülükleri

a. Platformların Hak ve Yükümlülükleri

Platformların genel yükümlülüklerine ek olarak borçlanmaya dayalı kitle fonlaması kampanya sürecinde fon toplanması sürecine aracılık eden platformların yerine getirmesi gereken işlemler sürecin başarılı şekilde sonuçlanması için önem arz etmektedir. Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması sürecinde yürütülen kampanyalarda temettü oranları, uygulanacak getiri oranları ve faize ilişkin bilgiler sürekli olarak platformun internet sitesinde platform tarafından erişime açık şekilde tutulmalıdır (Kitle Fonlaması Tebliği m.19/f.10.). Bu sürece aracılık eden platformlar 10. fıkra kapsamında duyurmakla yükümlü bilgilerin mevcut olmaması halinde yurt dışındaki yetkilendirilmiş iki farklı platforma ait aynı mahiyetteki verileri duyurmakla yükümlü oldukları belirtilmiştir. Ancak 11. fıkra kapsamında 10. fıkraya atıfla belirtilen verilerin kampanya sürecine ilişkin temettü oranı ve faiz getirileri olduğu görüldüğünde, bu veriler sağlanmadan kampanya sürecinin de başlatılamayacağı göz önünde bulundurulduğunda bu fıkra da belirtilen yurt dışında yayınlama yükümlülüğünün hangi durumlarda gerekli olmadığı hususunun yeterince açık ve anlamlı şekilde Tebliğ'de yer almadığı kanaatinde olduğumuzu belirtmek isteriz.

Platform, kendisine iletilen fon sağlama emirlerini doğrudan ve anlık olarak MKK ve emanet yetkilisine iletmekle yükümlüdür (Kitle Fonlaması Tebliği m.20/f.3.). Kampanya'nın talep edilenin üstünden fon toplanması ile sonuçlanması halinde iade işlemleri için emanet yetkilisine ilgili listeyi hazırlayarak iletmek de platformun yükümlülükleri arasındadır (Kitle Fonlaması Tebliği m.20/f.6.). Ayrıca, yatırımcılar

tarafından iletilen taleplere ilişkin ödemeler ile emanet yetkilisi nezdinde tutulan hesaba intikal eden ödemelerin eşleştirilmesi, kampanya süresinin tamamlanması akabinde borçlanma aracı olan menkul değerlerin yatırımcı bazında dağıtılması işlemlerinin emanet yetkilisi ve MKK'ya ilişkin usullere uygun şekilde yerine getirilmesi işlemleri de platformun yükümlülükleri arasında zikredilmiştir (Kitle Fonlaması Tebliği m.20/f.11.).

Platformlar hem kitle fonlaması sürecinin gerçekleştirilmesi için gerekli aracı enstrümanlar olarak önemli bir işlevi yerine getirirken kanun koyucu tarafından kitle fonlaması sürecinin toplumsal güvenilirliğinin sağlanmasına ilişkin sürdürülebilirliğin sağlanması çerçevesinde denetim ve gözetim yükümlülükleri ile de sürece dahil edilmiştir. Platformlar, yatırım komitesi tarafından düzenlenecek rapor kapsamında yatırımcılardan toplanan fonların kampanya bilgi formlarında belirtilen amaçların dışında kullanıldığının belirlenmesi veya komite tarafından raporun oluşturulması sürecinde gerekli bilgileri vermemesi gibi incelemeye engel eylemlerinin tespit edilmesi akabinde Sermaye Piyasası Kurulu'na bu durumu derhal bildirmekle yükümlüdür (Kitle Fonlaması Tebliği m.22/f.6.).

b. Girişimcilerin Hak ve Yükümlülükleri

Kitle fonlaması platformları ile kaynak sağlanması sürecinin temellerinde finansmanın demokratikleştirilmesi ve çok taraflı bir finansman sistemi oluşturulması olduğu görülmektedir. Ancak, Tebliğ'in 19. maddesinin 7. fıkrası kapsamında bilgi formunda belirtmek ön şartı ile herkesin eşit şartlarda yatırımcı olmasına imkân veren bu sisteme istisnai olarak girişimciye nitelikli yatırımcıya belirli bir oranı tahsis etme imkânı verilmiştir.

Tebliğ'in 19. maddesinin 9. fıkrasında girişimciler veya girişim şirketlerinde önemli etkiye sahip olan ortakların bazı istisnai durumlar haricinde kampanya sürecinin başladığı tarihi takip eden 3 yıl içinde fonlanan şirketteki paylarını devretmesi yasaklanmıştır. Paya dayalı kitle fonlaması süre ile paralel şekilde yatırımcının yatırım dönüşüne ilişkin risk hesaplamasında, proje fikrini ve sürecinin fizibilitesinin değerlendirilmesi açısından en önemli unsurların başında gelen kurucu girişimci kişiler

ve şirkette önemli etkiye sahip kişilerin paylarının devredilmesine konulan sınırlama ile girişimci projesinin arkasında durmak ile yükümlü olmakta, projenin başarıya ulaşma ihtimali artırılarak yatırımcının riski bir nebze de olsa azaltılmaya çalışılmaktadır.

Girişimcilere borçlanmaya dayalı başlanan kampanya sürecinde yatırımcılara karşı temel yükümlülükleri olan getirileri yatırımcıları geri ödeme yükümlülüklerini şirket paylarının verilmesi suretiyle de yerine getirme imkânı verilmiştir. Fakat, bu opsiyonun kullanılabilmesi kampanya sürecine başladıkları süreçte girişimciler tarafından hazırlanan bilgi formunda bu husus açık biçimde yer alması gerekmektedir. Hemen belirtmek gerekir ki, her durumda nakit veya nominal değer üzerinden şirket hissesi almak suretiyle iade kabul etmek münhasıran yatırımcının uhdesinde olan bir husustur.

Girişim şirketinin toplanan fonları toplama amacına uygun şekilde kullanması girişimcinin kitle fonlaması kapsamındaki temel yükümlülüklerindendir. Mevzuat kapsamında belirtilen sınırlara göre süre açısından farklılık arz etmekle birlikte bu yükümlülüğün yerine getirilmesine ilişkin olarak bağımsız denetim raporu düzenlettirmek suretiyle yerine getirilmesi gerektiği, yatırımcılardan elde edilen finansmanın taahhüt edilen ve yayınlanan amacına aykırı şekilde kullanılması dolayısıyla şirketin yönetim kurulunun Türk Ticaret Kanunu'nun 553. maddesi kapsamındaki sorumluluğunun doğacağı ve böyle bir durumun mevcut olması halinde ise SPK'nın 5237 sayılı Kanun hükümlerini işletmek suretiyle suç duyurusunda bulunma hakkına sahip olduğu hüküm altına alınmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m.22.).

Kampanya süreçlerinin olumlu sonuçlanması akabinde eğer girişimci gerçek kişi olarak kampanya sürecini yürütmüş ise doksan gün içinde anonim şirket kurmakla yükümlüdür. Fonlanan girişimciye ait şirketin kurulması öncesinde projeye ilişkin herhangi bir malvarlığı unsuru mevcut ise şirket kuruluşu akabinde en geç 30 iş günü içerisinde bu malvarlığı unsurları girişimci tarafından kurulacak girişim şirketine devredilmesi gereklidir. Aksi bir durum sebebiyle oluşacak herhangi bir zarardan kaynaklanan sorumluluğun girişimciye ait olduğu belirtilmiştir (Kitle Fonlaması Tebliği m.20/f.7-a.). Kampanyanın girişim şirketi tarafından yürütülmesi ve girişim şirketinin anonim şirket olması durumunda, hesapta bloke edilen fon emanet yetkilisi nezdinde

platform adına tutulan hesaptan yine emanet yetkilisinde girişimci adına açılan bloke hesabına aktarılarak süreç tamamlanır (Kitle Fonlaması Tebliği m.20/f.7-b-1.). Girişimcinin limited şirket olması durumunda Tebliğ'in 20. maddesinin 7. fıkrasının b bendi ve 2. alt bendinde yer alan tür değişimi işlemlerine ilişkin sürecin en geç 90 gün içinde tamamlanması akabinde hesapta bloke edilen fon emanet yetkilisi nezdinde platform adına tutulan hesaptan yine emanet yetkilisinde girişimci adına açılan bloke hesabına aktarılarak süreç tamamlanır. Girişimci bu maddelerde belirtilen süreler içinde gerekli işlemleri sonuçlandırmakla yükümlüdür.

c. Yatırımcıların Hak ve Yükümlülükleri

Tebliğ'in 4. maddesinin 1. fıkrasında belirtilen hüküm ile nitelikli yatırımcı statüsü içerisinde değerlendirilmeyen gerçek kişi yatırımcıların bir takvim yılında gerçekleştirebilecekleri maksimum yatırım tutarı 50.000 Türk Lirası olarak belirlenmiştir. Eğer yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık gelirinin %10'u bu 50.000 TL tutarından daha fazla ise 200.000 Türk Lirası'nı her durumda aşmamak kaydıyla yatırımcı daha yüksek bir tutarda yatırım ve fon sağlama işlemi gerçekleştirebilecektir. Paya dayalı kitle fonlamasında da aynı şekilde düzenlenen bu sınırlara ek olarak nitelikli yatırımcı statüsünde değerlendirilmeyecek yatırımcıların bir projeye borçlanmaya dayalı kitle fonlaması üzerinden sağlayabilecek en yüksek fon tutarı 20.000 Türk Lirası ile sınırlı tutulmuştur. Bu çerçevede yine kanun koyucunun borçlanmaya dayalı kitle fonlaması platformunda yatırımcıların riskini daha yüksek gördüğü ve risklerinin dağıtılması için maksimum 50.000 TL'lik tutarın farklı projelerde çeşitlendirilerek kullanılması yönünde bir yönlendirmeye gittiği açıkça görülebilmektedir.

Yatırımcının gerçekleştirdiği fon sağlama işlemi kampanyanın başarıya ulaşması ile kendisine getiri oranı ve vadesi belirlenmiş bir menkul kıymet verileceği aksi durumda ise gerçekleştirdiği ödemenin iade edileceğini daha önce ifade etmiştik. Bu hususa ek olarak Tebliğ'de fon sağlama emri verildikten sonraki 48 saat içerisinde sebep gösterilmesine gerek olmadan tüketici hukukunda internet üzerinden gerçekleştirilen satışlardaki ile benzer bir anlayış ile nihai tüketici ile benzer kalifikasyonlarda görülen yatırımcının cayma hakkını kullanabileceği hüküm altına alınmıştır. Bu durumda bu

talebin iletilmesinin akabindeki iş günü içerisinde yine yatırımcının parası kendisine iade edilecektir (Kitle Fonlaması Tebliği m.20/f.4.).



SONUÇ

Tasarrufların ve sermayenin sahiplerinden yenilikçi fikir sahibi girişimcilere aktarılması kurumu son dönemde girişimlere olan ilgiden dolayı giderek daha fazla tercih edilmektedir. Bu nedenle ülkeler, girişimcileri desteklemek ve sermayedarları da bu fikirlere yatırım yapmaya teşvik etmek ve girişimleri rekabet edebilir sermaye sahibi şirketler haline getirebilmek için gerekli finansman yöntemlerinden biri olan kitle fonlaması sisteminin hukuki temellerini oluşturmaya yönelik çalışmalar başlatmıştır.

Bu çalışmaların sonucu olarak başta ABD ve AB olmak üzere birçok kitle fonlaması regülasyonlarını ya var olan bir kanuna derç etmiş ya da bu konuya özgü birincil veya ikincil hukuki düzenlemeler yapma yoluna gitmiştir. Karşılaştırmalı olarak bu düzenlemeler incelendiği vakit görülecek ortak noktanın, her düzenlemenin kitle fonlamasının gelişmesini hukuki anlamda sağlam temellere dayandırmak olduğu görülmektedir. Hukuki düzenlemeler henüz “kuluçka” dönemindedir fakat kitle fonlamasının uygulaması geliştikçe hukuki altyapının da bu gelişmeleri destekleyeceği ve uygulamada ortaya çıkacak taleplere göre olgunlaşacağı kanaatindeyiz.

Kitle fonlaması konusunda hukuki altyapıyı ilk oluşturan ülkelere ABD, aynı zamanda girişimciliğin de merkezi olarak kabul edilmektedir. 2012 yılında yürürlüğe giren Kitle Fonlaması Kanunu ve buna bağlı ikincil düzenlemeler, ABD hukuk sisteminin bir parçası haline gelmiştir. Düzenleme kapsamında; yatırımcılar, ihraççılar ve araçlar ayrı ayrı ele alınmıştır. Yatırımcının hak ve yükümlülüklerinin yanı sıra kitle fonlaması mekanizmasının önemli bir parçası olan ihraççıların da hak ve yükümlülükleri ifade edilmiştir. Kitle fonlamasının temel yapıtaşı olan kitle fonlaması araçları da türleri, hak ve yükümlülükleri, yasak ve yaptırımlarıyla Kanun’da yer bulmuştur. ABD hukuk sistemi açısından içtihat ve öğreti görüşleriyle şekillenecek olan Kanun, girişimleri ve yatırımcıları kitle fonlaması yoluna başvurmaya teşvik etmektedir.

AB Hukuku açısından da hukuki altyapı benzer başlıkları ihtiva etmektedir. Ekim 2020 itibarıyla yasalaşan Kitle Fonlaması Hizmet Sağlayıcıları Tüzüğü kapsamında yatırımcı ve proje sahibi kavramları kapsamlı bir şekilde düzenleme bulmuştur. Bununla

birlikte, Tüzüğü ve sistemin temelini oluşturan kitle fonlaması hizmet sağlayıcılarının yetkilendirilmesi, tarafları bilgilendirmesi, temel yatırım bilgi formu başta olmak üzere önemli konuları düzenlemektedir. Ayrıca, platform üzerindeki bilgilerin kaydedilmesi ve dolandırıcılık önlemleri gibi meseleler de Tüzük kapsamında yer almaktadır. Tüzük henüz yeni yürürlüğe girdiği için uygulamadaki sonuçları hakkında elimizde kapsamlı bir veri bulunmasa da, düzenlemenin kapsamlı ve detaylı olması nedeniyle uygulamadaki birçok meseleyi düzenlediği sonucuna varmak mümkündür.

Diğer yandan kitle fonlaması sisteminin Türkiye’de uygulanması ve hukuki zeminin oluşması, dünyadaki örneklerine kıyasla geç sayılabilecek bir vakitte vuku bulabilmiştir. Bunun sebebinin ise bünyesinde taşıdığı riskler ve toplumdaki geçmişten beri var olan olumsuz algı dolayısıyla gerek kanun koyucu gerekse kitleler tarafından bu alternatif finansmanına temkinli yaklaşılması olduğu kanaatindeyiz. Ancak 2012 yılı itibariyle kitle fonlaması sisteminin birincil düzenlemelere hukuki bir kavram olarak eklenmesi, uzun süren bir çalışmanın ardından 2019 ve 2021 yıllarında yürürlüğe koyulan ikincil düzenlemelerle de yatırım bazlı kitle fonlaması modellerine ilişkin esasların düzenlenmesiyle kitle fonlaması sisteminin uygulamaya yönelik düzenlemeleri Türk hukuk mevzuatında yerini almıştır.

Türk hukuk mevzuatındaki düzenlemeler incelendiğinde ise kitle fonlama sisteminin uygulanmasında yatırımcıların ve girişimcilerin risklerinin azaltılabilmesi için taraflara elektronik ortamda yer sağlayıp sistemin uygulanmasına aracılık eden platformların, gerek daha kuruluş ve faaliyete başlangıç aşamasında gerekse faaliyetin yürütülmesi esnasında SPK’nın denetimi ve gözetimi altında olduğu ve bu hususta SPK’ya verilen yetkilerin geniş ve çoğu zaman takdir hakkına dayalı olduğu görülmektedir. Diğer yandan kitle fonlama sisteminde girişim sağlanacak finansmanın, diğer sermaye piyasası faaliyetlerine nispeten düşük olması; fon sağlayan şirketlerin kurumsal yapıya sahip olmaması; girişimlerin hızla gelişebilmesi ve ticari hayatta sürdürülebilirliğinin sağlanması için maliyetlerinin azaltılmasının gerekmesi ve kitle fonlamasında erişimi kolay bir yatırım ilişkisinin oluşmasının amaçlanması nedenleriyle; tarafların detaylı idari ve hukuki incelemelerin ve yükümlülüklerin bir

kısmından müstesna tutulması esası benimsenerek daha esnek ve serbest bir sistem yaratılmıştır.

Diğer yandan sermaye piyasalarının güvenilir, şeffaf, adil ve istikrarlı bir ortamda gelişebileceği inancıyla başta kamunun aydınlatılması ilkesinin yerine getirilmesi olmak üzere sistemin işleminde taraflara birtakım yükümlülükler yüklenilmiş ve bu yükümlülükler uyumun sağlanmasında ve aksi bir durumda zararın meydana gelmesinde sorumlu olacak kişiler belirlenmiştir. Yükümlülükler uyulmaması ve/veya hukuka aykırı davranılması halinde taraflara uygulanabilecek idari ve cezai tedbirler ve yaptırımlar için ise genel hükümlere ve sermaye piyasası mevzuatındaki birincil düzenlemelere atıfta bulunulmakla yetinildiğinden ve yargı uygulamasında halihazırda örneklerine rastlanılmadığından; özellikle tarafların hukuka aykırı fiillerinin suç teşkil edip etmediği ve etmesi halinde de cezaların uygulanmasının mümkün olup olmadığı hususlarının yoruma ve tartışmaya açık bir noktada bırakıldığı kanaatindeyiz. Bu nedenle Tebliğ’de genel hükümlere atıfta bulunmak ve kişilerin hukuki, idari ve cezai sorumluluklarının bulunduğunun belirtilmesiyle yetinilmeyerek hem SerPK’da hem de Tebliğ’de yeni düzenlemelerin getirilmesi ve özellikle normlar hiyerarşi ile kanunilik ilkesine ve hukuka uygunluğu tartışmaya açık hususların ve belirsizliklerin giderilmesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

ADIGÜZEL, Burak: Sermaye Piyasası Hukuku, 3. Baskı, Ankara, Adalet Yayınevi, 2019.

AGRAWAL, Ajay / **CATALINI**, Christian/**GOLDFARB**, Avi: Some Simple Economics of Crowdfunding, Innovation Policy and The Economy, Cilt:14, Sayı:1, 2014, s. 63-97.

AKBULAK, Yavuz: Paya Dayalı Kitle Fonlamasının Temelleri, Leges Hukuk Dergisi, Cilt: - , Sayı:120, 2019, s. 36-65.

ANBAR, Âdem: Girişimcinin Finansmanında Alternatif Bir Yöntem: Kitlesele Fonlama, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Cilt: - , Sayı: 88, 2020, s. 237-254.

ARMOUR, John/**ENRIQUES**, Luca: The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts, European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law, Sayı: 366, 2017, s. 1-58.

AYOĞLU, Tolga: İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, 1. Baskı, İstanbul, Vedat Yayınevi, 2009.

BEAULIEU, Tanya / **SARKER**, Suprateek / **SARKER**, Saonee: A Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding, Communications of the Association for Information Systems, Cilt: 37, Sayı :1, 2015, s. 1-31.

BORCHARDT, Klaus-Dieter: The ABC of European Union Law, 1.Baskı, Lüksemburg, Publications Office of The European Union, 2010.

BOWMAN, Blair : A Comparative Analysis of Crowdfunding Regulation in the United States and Italy, Wisconsin International Law Journal, Cilt: 33, Sayı: 2, 2015, s. 318-352.

BRADFORD, Brigitte: Week in Review: The True Power of Crowdfunding, Cornell International Law Journal, Cilt: 46, 2013, s. 427-437.

BRADFORD, Steven C. : Crowdfunding and the Federal Securities Laws, Columbia Business Law Review, Cilt: 8, Sayı: 1, 2012, s. 1-150.

CAN, Reyhan / **BAŞARAN**, Nizamettin: Yeni Bir Finansman Modeli: Kitle Fonlaması, Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 2, 2020, s. 55-66.

CASANO, Federica: Income Tax Treatment of Crowdfunding in the EU, Doktora Tezi, Tilburg Üniversitesi Maliye Enstitüsü Vergi Hukuku Anabilim Dalı, 2019.

CHOI, Stephen J./**PRITCHARD**, Adam C. :Securities Regulation: Cases and Analysis, 4. Baskı, İngiltere, Foundation Press, 2015.

COHN, Stuart R. : The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution, Florida Law Review, Cilt: 64, Sayı: 5, 2012, s. 1433-1446.

ÇATAKOĞLU, Buket: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, 1. Baskı, Ankara, Seçkin Yayınları, 2016.

ÇONKAR, Mehmet Kemalettin / **CANBAZ**, Muhammet Fatih: Kitle Fonlaması Finansman Yöntemi, Türkiye’de Sistemin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 2, 2018, s. 119-132.

DAYAN, Volkan, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Üzerine Bir İnceleme, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, Cilt 10, Sayı 23, 2014, s. 255-266.

DE BUYSERE, Kristof / **GAJDA**, Oliver / **KLEVERLANN**, Ronald/ **MAROM**, Dan/**KLAES**, Matthias : A Framework for Eupean Crowdfunding, European Crowdfunding Network (ECN), 2012, s. 1-40.

DORFF, Michael B. : The Siren Call of Equity Crowdfunding, The Journal of Corporation Law, Cilt: 39, Sayı:3, 2013, s. 493-524.

GABISON, Garry A. : Equity Crowdfunding: All Regulated But Not Equal, DePaul Business and Commercial Law Journal, Cilt: 13, Sayı: 3, 2015, s. 359-389.

GAJDA, Oliver/ **MAROM**, Dan/ **WRIGHT**, Tim : Crowdassets: Crowdfunding for Policymakers, Singapur, World Scientific Yayıncılık Şirketi, 2020.

GIRASA , Roy J. / **MAGALDI** , Jessica A. / **KRAUS** , Richard J. : Promoting a New Source of Liquidity for Small Businesses: An Examination of U.S. Regulation of Crowdfunding, North East Journal of Legal Studies., Cilt: 36, Sayı:1, 2017, s. 63-84.

GÜNDOĞDU, Aysel: Sermaye Piyasası Hukuku, 3.Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018.

GÜNDOĞDU, Aysel, Türk Sermaye Piyasasında Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçu Düzenlemelerinin İrdelenmesi, Maliye ve Finans Yazıları, Cilt: 108, Sayı: 9, İstanbul, 2017, s. 9-25.

HACİÖMEROĞLU, Abdülhamid Oğuzhan: Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Kamuyu Aydınlatma, Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi, Cilt:8, Sayı: 15, 2020, s. 275-276.

HAYDAR, Efe/**HAN**, Seyfi: Uyum Yasaları ile Türkiye’de “Yaşam Hakkı” Alanında Sağlanan Gelişmeler, Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 5, 2013, s.113-127.

HEMINWAY,Joan MacLeod: Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier, Oklahoma Law Review, Cilt: 70, Sayı: 1, 2017, s. 189-213.

HEMINWAY, Joan MacLeod. : The New Intermediary on the Block: Funding Portals Under the Crowdfund Act, UC Davis Business Law Journal, Cilt:13, Sayı:2, 2013, s. 190-205.

HURT, Christine: Pricing Disintermediation: Crowdfunding and Online Auction IPOs, University of Illinois Law Review, Cilt:15, Sayı:1, 2015, s. 217-262.

İŞİNER, Nisa: Sermaye Piyasası Hukukunda Paya Dayalı Kitle Fonlaması, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, Ankara, 2021.

İŞLER, Serhat T.: Modern Finansmanda Yeni Bir Dönem: Kitlesel Fonlama-Crowdfunding, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Gösterge, Cilt:1, Sayı:2, 2014, s. 58-81.

KAĞITCIOĞLU, Mutlu, İdarenin Ekonomik Kolluk Faaliyetinin Bir Görünümü: Sermaye Piyasası Kanununda İdari Tedbirler, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, Cilt: 22, Sayı:3, 2016, s. 3324-3351.

KAPUCU, Hakan / **BEKTUR**, Çisem: Fon Toplamanın Ötesinde: Sosyal Girişimcilik Projeleri İçin Kitle Fonlaması, Current Debates in Accounting & Finance, IJOPEC Yayıncılık, Cilt: 1, Sayı: 3, 2017, s. 153-177.

KAYA, Feridun: Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar, 1. Baskı, İstanbul, Beta Basım Yayım, 2019.

KIRBY, Eleanor / **WORNER**, Shane: Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, Cilt:1, Sayı:1, 2014, s. 22-26.

KİBAR, Ahmet Fevzi, Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Asimetrik Bilgi Sorunsalı Ve Çözüm Yolları, Ticaret Ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, Ankara Cilt: 4, Sayı:2, s. 187-210.

KOCA, Mahmut / **ÜZÜLMEZ**, İlhan: Türk Ceza Hukuku Genel Hükümler, 7.Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2014, s. 56-57.

KORKMAZ, Özgecan: Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması,Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Lisansüstü Programlar Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul, 2020.

KÜÇÜKGÜNGÖR, M. Aslı: Sermaye Piyasası Hukukunda Erken Aşama Girişimlerin Paya Dayalı Kitle Fonlaması Yoluyla Finansmanı, 1. Baskı, İstanbul, Yetkin Yayıncılık, 2020.

LEE, In / **YONG JAE**, Shin: Fintech: Ecosystem, business models, investment decisions, and challenges, The Journal of the Kelley School of Business: Business Horizons, Cilt: 61, Sayı: 1, 2018, s.35-46.

LEHNER, Othmar M./ **GRABMANN**, Elisabeth/**ENNSGRABER**, Carina : Entrepreneurial Implications of Crowdfunding as an Alternative Funding Source for

Innovations, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, Cilt:17, Sayı:1-2, 2015, s.171-189.

MACHT, Stephanie / **WEATHERSTON**, Jamie: The Benefits of Online Crowdfunding for Fund-Seeking Business Ventures, Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance, Cilt:23, Sayı:1-2, 2014, s. 9.

MANAVGAT, Çağlar: Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, 1. Baskı, İstanbul, Onikilevha Yayıncılık, 2019, s. 765-786.

MAZUR, Jan: Harmonizing Potential of Equity-Based Crowdfunding Regulation, Bratislava Law Review, Cilt: 1, Sayı: 1, 2017, s. 115-124.

MEMİŞ, Tekin / **TURAN**, Gökçen : Sermaye Piyasası Hukuku, 4. Baskı, Ankara, Seçkin Yayınları, 2019.

MURPHY, Thomas : Playing to a New Crowd: How Congress Could Break the Startup Status Quo By Raising the Cap On The Jobs Act's Crowdfunding Exemption, Boston College Law Review, Cilt. 58, Sayı:2, 2017, s. 775-807.

ÖZDEMİR, Ceyda: Kitle Fonlaması Paya Dayalı Modelde Başarı Faktörleri , 1. Baskı, İstanbul, Nobel Bilimsel Eserler Yayınevi, 2020.

ÖZER, Aslı: Kitle Fonlaması, Yüksek Lisans Tezi, Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul, 2020.

PALMITER, Alan R.: "Pricing Disclosure: Crowdfunding's Curious Conundrum", Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal, Cilt: 7, Sayı:2, 2012, s. 373-395.

PEHLİVANOĞLU, Murat Can: Kitle Fonlaması Platformunun Bilgi Formundan Sorumluluğu, İzmir Barosu Dergisi, Cilt: 85, Sayı:2, 2020, s. 215-216.

PEHLİVANOĞLU, Murat Can: Paya(Ortaklığa) Dayalı Kitle Fonlaması ve Limited Şirketler, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt:19, Sayı:2, 2020, s.1321-1344.

PEREZ, Beatrice / **MACHADO**, Sara R. / **ANDREWS**, Jerone T.A. / **KOURTELLIS**, Nicolas: I Call BS: Fraud Detection in Crowdfunding Campaigns, 2020, s. 3.

SAKIZLI, Emre: Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlel Fonlama, İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, Dünya Süper Web Ofset, 2018.

SCHWARTZ, Andrew A. : Crowdfunding Securities, Notre Dame Law Review, Cilt: 88, Sayı:3, 2013, s. 1463-1484.

SCHWIENBACHER, Armin/**LARRALDE**, Benjamin: Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance-Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures, 1. Baskı, Oxford University Press, 2012, s. 369-391.

STEINHOFF, Robert :The Next British Invasion Is Securities Crowdfunding; How Issuing Nonregistered Securities Through The Crowd Can Succeed In The United States, University Of Colorado Law Review, Cilt:86, Sayı:2, 2015, s. 661-724.

ŞAHAP, Faruk: Girişimcilik Temelinde Alternatif Bir Finansman Modeli Olan Kitle Fonlaması ve Türkiye'deki Yatırımcılarına Yönelik Bir Araştırma, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2020.

THOMPSON, Robert B. / **LANGEVOORT**, Donald C. : Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising, Cornell Law Review, Cilt:98, Sayı:6, 2013, s. 1604-1621.

ÜNAL, Oğuz Kürşat: Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, 1. Baskı, İstanbul, Asil Yayıncılık, 2005.

ÜNSAL, Savaş: Kitlel Fonlama İş Yapma Yöntemini Değiştirecek Yeni Sistem, 2. Baskı, İstanbul, Ceres Yayınları, 2017.

VON DER LEYEN, Ursula: A Union that Strives for More: My Agenda for Europe : Political Guidelines for the Next European Commission 2019-2024, Publications Office of the European Union, 2019.

VURAL, Aslı: Girişimciler İçin Yeni Nesil Bir Finansman Modeli “Kitle Fonlaması - Crowdfunding: Dünya ve Türkiye Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme ve Model

Önerisi, Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2019.

WEINSTEIN, Ross S. : Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Expecting, Cornell International Law Journal, Cilt: 46, Sayı:2, 2013, s. 437-457.

WENZLAFF, Karsten, Inception Impact Assessment On A Legislative Proposal For An EU Framework On Crowd And Peer To Peer Finance, 2017, s. 2.

YANLI, Veliye: Paya Dayalı Kitle Fonlaması, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt:36, Sayı : 1, 2020, s. 31-54.

YÜKSEL, Sinan H.: Sermaye Piyasası Hukukunda Kitle Fonlamasına İlişkin Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, Banka ve Finans Hukuku Dergisi, Cilt: 8, Sayı: 32, 2019, s. 1933-1960.

ZENGİN, Sinemis/ **YÜKSEL**, Serhat/**KARTAL**, Mustafa Tevfik: Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye'ye Faydaları, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi, Cilt:1, Sayı:2, 2017, s. 22-30.

ZETZSCHE, Dirk/**PREINER**, Christina: Cross-Border Crowdfunding: Towards a Single Crowdlending and Crowdinvesting Market for Europe, European Business Organization Law Review, Cilt:19, Sayı:2, 2018, s. 221-244.

İnternet Kaynakları

ABD Sermaye Piyasası Kurumu İnternet Kurumu:
<https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/updated-11> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

Amerikan Kongresi'nin İnternet Sitesi:

<https://www.govtrack.us/congress/bills/112/hr3606/text> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

Amerikan Federal Regülasyonlarının Yer Aldığı Ulusal Arşiv:

<https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-227> (Erişim Tarihi: 20.12.2021).

Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi'nin İnternet Sitesi:

<https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf> (Erişim Tarihi:17.01.2022).

Bağımsız Denetim ve Danışmanlık Hizmeti Veren Bir Firmanın İnternet Sitesi:

https://www.pwc.ch/en/publications/2019/Crowdlending%20Survey%202019_EN.pdf
(Erişim Tarihi: 22.12.2021).

Bilimsel Araştırmalar İçin Yararlanılan İnternet

Sitesi:

<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17626#:~:text=Crowdfunding%20is%20an,donations%20for%20projects> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

Bilimsel Makaleler İçin Yararlanılan İnternet Sitesi:

<https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/870384> (Erişim Tarihi: 14.01.2022).

Birleşik Krallık'ta Para Piyasalarını Düzenleyen Kurumun İnternet Sitesi:

<http://www.fsa.gov.uk/consumerinformation/productnews/saving-investments/crowdfunding> (Erişim Tarihi: 20.12.2021).

Bilimsel Yayınlar ve Verilerin Dağıtım ve Üretimini Kolaylaştıran İnternet Sitesi:

https://acikbilim.yok.gov.tr/bitstream/handle/20.500.12812/340835/yokAcikBilim_10291687.pdf?sequence=-1&isAllowed=y (Erişim Tarihi: 03.01.2022).

Hukuk Bürosu Sitesi:

<https://www.rumelihukuk.com/kitle-fonlamasi-crowdfunding/> (Erişim Tarihi: 07.01.2022).

Hukuki Yazıların Yayınlandığı Yayıncılık Kurumunun Resmi Sitesi:

<https://legal.com.tr/blog/genel/borclanmaya-dayali-kitle-fonlamasi-faaliyetine-dair-spk-teblig-taslagindaki-duzenlemeler/> (Erişim Tarihi: 12.01.2022).

İngiliz Genel Kültür Ansiklopedisi:

<https://www.britannica.com/biography/Muhammad-Yunus> (Erişim Tarihi: 20.12.2021).

İngilizce-İngilizce Sözlük İnternet Sitesi:

<https://www.merriam-webster.com/dictionary/crowdfunding?src=search-dict-box> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

İnternetin İlk Hayran Bazlı Proje Fonlama Sitesi:

<https://www.artistshare.com/about> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

İstanbul Merkezli Hukuk Firmasının İnternet Sitesi:

<http://www.lbfpartners.com/tr/yayin/kitle-fonlamasina-iliskin-kanun-cikti.html> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

Piyasa Araştırmaları Hakkında Faaliyet Gösteren Firmanın İnternet Sitesi:

<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/crowdfunding-market> (Erişim Tarihi: 22.12.2021)

Sermaye Piyasaları Kurulu'nun İnternet Sitesi:

<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/6/2> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Resmi İnternet Sitesi:

<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/823#:~:text=%C4%B0kincil%20piyasa%20i%C5%9Flemleri%20ise%3B%20fon,borsada%20al%C4%B1m%20sat%C4%B1ma%20tabi%20tutulmas%C4%B1d%C4%B1r.> (Erişim Tarihi: 08.01.2022).

Sosyal Ekonomi ve Sosyal Girişimcilik Hakkında İnternet Sitesi:

<https://www.fundraisingschool.it/wp-content/uploads/2013/02/European-Crowdfunding-Framework-Oct-2012.pdf>, 2012, s. 10. (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

Star-up'lara Destek Eğitim ve Destek Sağlayan İnternet Sitesi:

<https://www.startups.com/library/expert-advice/history-of-crowdfunding> (Erişim Tarihi: 22.12.2021).

